Autoriteit woningcorporaties
Inspectie Leefomgeving en Transport

Sectorbeeld 2015

Autoriteit woningcorporaties
Inspectie Leefomgeving en Transport

Sectorbeeld 2015

Datum December 2015

|

Colofon

Uitgegeven door	Inspectie Leefomgeving en Transport ILT/ Autoriteit woningcorporaties
	088 489 00 00 www.ilent.nl/autoriteitwoningcorporaties @inspectieLenT | @ILenT_Aw

Inhoud

Voorwoord

De Autoriteit Woningcorporaties (Aw) brengt jaarlijks de financiële positie en prestaties van corporaties op sectorniveau in beeld. Dit beeld bestaat primair uit geaggregeerde cijfers. Daarbij baseert Aw zich op de prognose- en verantwoordingcijfers zoals door corporaties zijn aangeleverd. Het verslagjaar van dit sectorbeeld is het jaar 2014. Cijfers over dit jaar worden aangevuld met realisatiecijfers uit voorgaande jaren en projecties voor de komende tien jaar. Hierdoor ontstaat een dynamisch beeld van verleden, heden en toekomst. Dit biedt de mogelijkheid om nader in te gaan op specifieke actuele ontwikkelingen in de sector en de impact daarvan op de financiële positie voor de sector.

In hoofdstuk 1 wordt ingegaan op de belangrijkste bevindingen en conclusies van het Sectorbeeld 2015. Hoofdstukken 2 en 3 staan stil bij de kasstromen, resultatenrekening en de sectorbalans. Hoofdstuk 4 bevat een meerjarenverkenning, waarin de sector als geheel wordt beschouwd. Daarbij zijn naast een basisscenario vier gevoeligheidsanalyses doorgerekend.

Omdat er grote verschillen tussen individuele corporaties kunnen bestaan, wordt bij verschillende financiële ratio's aandacht gevraagd voor de spreiding in de sector. Bij de duiding van de financiële trends spelen risico's een belangrijke rol. Het risicoprofiel van de sector wordt beïnvloed door de grote dynamiek die zich in de sector voordoet. Het sectorbeeld besteedt uitgebreid aandacht aan het risicoprofiel.

Net als in voorgaande jaren houdt dit sectorbeeld rekening met de voorgenomen ontwikkelingen in de sectorale regelgeving. Zo wordt naast de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde van het bezit ook aandacht besteed aan de marktwaarde van het bezit. De scheiding naar DAEB en niet-DAEB bezit komt eveneens aan bod.

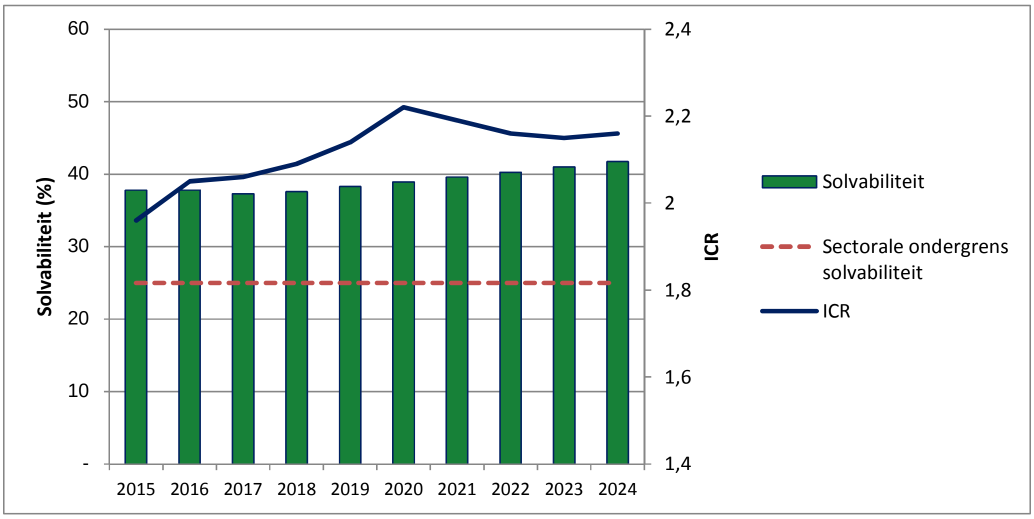
1 Woningcorporaties worden efficiënter en doelmatiger

1.1 Financiële positie ontwikkelt zich positief

Het eigen vermogen op basis van de markt- en de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde groeit gestaag. Na de sterke groei in 2013 van het vermogen is nu sprake van een meer genormaliseerde ontwikkeling. Tussen corporaties bestaan er grote verschillen qua solvabiliteit (de verhouding tussen het eigen vermogen en het totaal vermogen).

Vooruitlopend op de nieuwe woningwet is te zien dat de focus van corporaties zich meer richt op de publieke taak. De kasstromen zijn door een efficiëntere bedrijfsvoering verbeterd en doelmatiger geworden. De omvang van de verliezen op de commerciële activiteiten is verder teruggelopen. Hoewel de sterke groei van de verhuurderheffing in 2014 de kasstromen drukt, blijven deze ruim voldoende.

De financiële positie blijft zich in de komende jaren goed ontwikkelen. In het basisscenario uit de meerjarenverkenning blijven de kasratio's en de vermogenspositie, zowel tegen volkshuisvestelijke- als marktwaarde, uitkomen boven de normen die de Autoriteit woningcorporaties hanteert (zie figuur 1). De solvabiliteit ontwikkelt zich in de in de komende jaren tot boven de 40%. Dit laat een redelijk ruime marge zien boven de geldende ondergrens van 25%. Ook de kasratio's ontwikkelen zich positief. Dit betekent dat er qua financiële continuïteit geen belemmeringen zijn om het (des)investeringsprogramma (eerste vijf jaar opgave corporaties en laatste vijf jaar raming Aw) op sectorniveau te realiseren. Het basisscenario is behoedzaam ingestoken met een huurstijging die gelijk is aan inflatie en zijn de nieuwe sectorparameters gehanteerd[1].



Figuur 1 Solvabiliteit o.b.v. volkshuisvestelijke waarde (%) en ICR in basisscenario

[1] In dit meerjarenverkenning is bij de bepaling van de huurparameter rekening gehouden met de effecten van het woonakkoord en het passend toewijzen. Daarom is vanaf 2016 de huurstijging gelijkgeschakeld aan de verwachte inflatie. In de nieuwe sectorparameters is de disconteringsvoet verlaagd van 5,25% naar 5% en is de stijging van beheer- en onderhoudskosten vanaf jaar 5 verlaagd van 3% naar 2,5% (zie nieuwsbericht Aw van 2-10-2015).

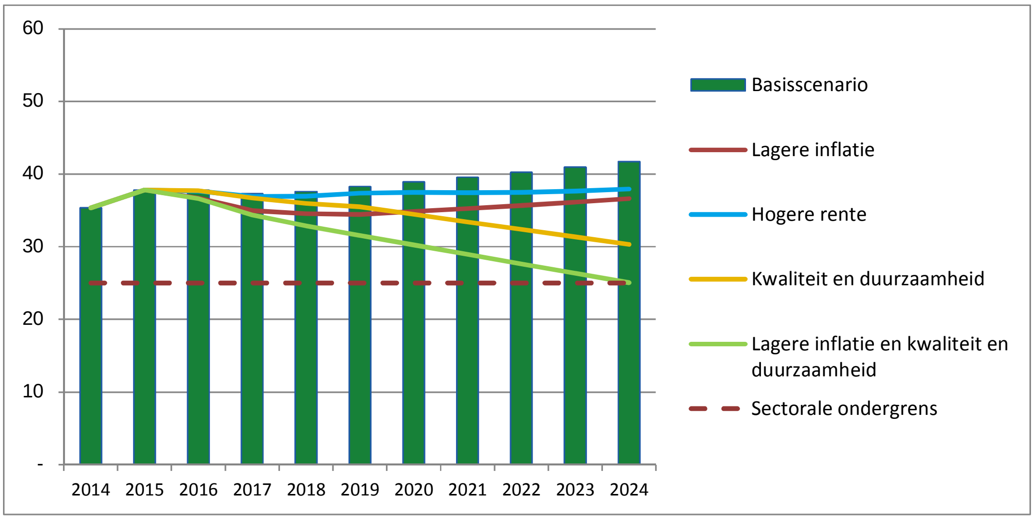
Beleidsruimte wordt kleiner
Het behoedzame basisscenario speelt in op de gevolgen van het Huurakkoord en passend toewijzen. De nieuwe Woningwet, de actualisering van het huurbeleid en de aanstaande scheiding tussen DAEB en niet-DAEB, verkleinen de beleidsruimte van corporaties. De huursombenadering en het passend toewijzen hebben tot gevolg dat de mogelijkheden om de huren te verhogen sterk worden ingekaderd. De consequentie daarvan is dat individuele corporaties minder kunnen bijsturen bij tegenvallers. Corporaties kunnen niet zondermeer huren verhogen en woningen verkopen. Vanuit deze optiek wordt de zekerheidsstructuur belangrijker.

Kwaliteit vastgoedportefeuille essentieel voor duurzaam functioneren
De kwaliteit en de verdiencapaciteit van de woningvoorraad van de corporaties leveren op dit moment geen grote risico's. De economische levensduur, bouwjaarklasse, typologie, dynamiek portefeuille, onderhoudsconditie, energielabel, en vraag en aanbod naar corporatiewoningen geven hier geen indicatie voor. De investeringsopgave voor de periode 2015-2019 dragen bij aan de instandhouding van de kwaliteit en de verdiencapaciteit van het bezit. De instandhouding van de kwaliteit op de middellange termijn is onder meer onderzocht in een scenario in de meerjarenverkenning.

In de meerjarenverkenning is een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd waarin een viertal scenario's is doorgerekend. Deze scenario's bouwen voort op het basisscenario en onderscheiden zich met[2]:

- Lagere inflatie;
- Hogere financieringsrente;
- Extra investeringen voor instandhouding van kwaliteit en duurzaamheid van het bezit;
- Combinatie van lagere inflatie en extra investeringen voor kwaliteit en duurzaamheid.

In de scenario's gericht op kwaliteit en duurzaamheid wordt de jaarlijkse veroudering van de woningen in de portefeuille tegengegaan met extra investeringen. Hierdoor is de restant economische levensduur van het bezit in 2024 even lang als in 2014, namelijk 24 jaar.



Figuur 2 Gevoeligheidsanalyses en de solvabiliteit(%)

[2] Voor een nadere toelichting op de scenario's zie hoofdstuk 4.3.

De eerste drie scenario's leiden tot een solvabiliteit die zich duidelijk minder voorspoedig ontwikkelt dan in het basisscenario. De solvabiliteit blijft echter wel boven de grens van 25%. Ook de liquiditeitsratio's ICR en DSCR blijven ruim boven de normen die worden gehanteerd voor individuele corporaties.
In het scenario dat lagere inflatie combineert met kwaliteit en duurzaamheid daalt de solvabiliteit in 2024 tot de norm van 25%. Voor de liquiditeitsratio's is de daling groter. Individueel kunnen corporaties op basis van dit scenario onder de norm uitkomen.

Implicaties bijstellingen in Rijksbeleid
Een eventuele bijstelling van de verhuurderheffing en de regeling huurtoeslag heeft implicaties voor de financiële positie en draagkracht van de corporaties.
In de Rijksbegroting is aangegeven dat er een interdepartementaal Beleidsonderzoek (IBO) sociale huur komt dat onder meer de regeling Huurtoeslag in al haar facetten gaat onderzoeken. De regeling huurtoeslag borgt de betaalbaarheid en de toegankelijkheid van de (sociale) huursector. Het onderzoek moet in 2016 uitkomsten opleveren en betrokken kunnen worden bij de voorstellen voor aanpassingen van de regeling. De inzet van en de balans tussen object- dan wel subjectsubsidies vormt hierbij een belangrijk onderwerp.
De begroting bevat vanaf 2017 een taakstelling voor de regeling Huurtoeslag om € 230 miljoen op jaarbasis om te buigen. Via bijstellingen in de regeling moet dit bedrag worden gekort op de uitgaven die de afgelopen jaren sterk opliepen. Dit was mede het gevolg van het forse huurbeleid van corporaties.

De verhuurderheffing wordt in de eerste helft van 2016 geëvalueerd. Daarnaast is in de begroting aangegeven dat de reeks die in het Regeerakkoord was vastgelegd, vanaf 2018 weer vigerend is. Dit kan betekenen dat, mede afhankelijk van de groei van de WOZ-waarde en de ontwikkeling van het aantal huurwoningen onder de liberalisatiegrens, het tarief naar boven wordt bijgesteld om de gewenste begrotingsreeks tot stand te brengen.

Het is van belang dat in de beleidsontwikkeling aandacht wordt geschonken aan de effecten die bij corporaties als gevolg van de beleidsveranderingen kunnen optreden. Voorkomen moet worden dat er te abrupte breuklijnen in de financiële continuïteit en de productie ontstaan. Het is belangrijk dat corporaties voldoende tijd krijgen om het gewijzigde Rijksbeleid in hun ramingen te vertalen.

1.2 Achterliggende ontwikkelingen

Huurinkomsten nemen fors toe in 2014
In 2014 stijgen de huurinkomsten per verhuureenheid met 5,7% en bedraagt de gemiddelde maandhuur € 497 per woning.
In de periode 2015-2019 laat de door de corporaties opgegeven huurstijging een gematigder beeld zien. De maandhuur stijgt jaarlijks met 2,7% tot € 569 in 2019. Het huurakkoord en passend toewijzen kunnen de toekomstige huurstijgingen dempen.

Goedkope woningvoorraad neemt in rap tempo af
Het aandeel goedkope huurwoningen is in de periode 2010-2014 gedaald van 23% tot 15% van de sectorale woningvoorraad. De betaalbare woningvoorraad blijft met een aandeel van 65% redelijk stabiel. De woningvoorraad in de huurprijsklasse duur tot en boven de liberalisatiegrens neemt in dezelfde periode toe van 10% tot ruim 20%.

Gestage groei eigen vermogen en solvabiliteit
Het eigen vermogen op basis van de markt- en de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is in 2014 met respectievelijk € 2,4 miljard en € 1,4 miljard toegenomen. De marktsolvabiliteit komt hierdoor uit op 57,9% (2013: 57,4%) en de volkshuisvestelijke op 33,0% (2013: 31,7%). Na de sterke groei in 2013 van het volkshuisvestelijk vermogen is nu sprake van een meer genormaliseerde ontwikkeling. De spreiding in de solvabiliteit blijft overigens groot.

Omzet verkoop bestaand bezit stijgt sterk
In 2014 werden bijna 23.000 woningen (waarvan: 17.000 aan particuliere huishoudens) verkocht. In 2013 waren dit nog 16.680 (waarvan: 14.650 aan particuliere huishoudens) woningen. In 2014 stijgt de verkoopomzet in 2014 met € 931 miljoen tot € 3,2 miljard. De netto verkoopopbrengst stijgt (volkshuisvestelijke waarde) met 50% ten opzichte van 2013 tot € 1,5 miljard. Een relevante verklaring is dat in 2014 minder woningen met korting zijn verkocht.

Nieuwbouw en verbetering en sloop
Het aantal opgeleverde nieuwbouw huurwoningen is in 2014 sterk gedaald in vergelijking tot 2013: 17.247 versus 29.930. De investeringskasstroom woningverbetering is met € 0,1 miljard toegenomen tot € 1,5 miljard. De sloopproductie is constant gebleven op bijna 10.000 woningen.

Nominale schuldpositie neemt af
De nominale schuldpositie van de sector is in het afgelopen decennium van jaar tot jaar opgelopen. Ultimo 2013 bedroeg deze schuldpositie (lang- en kortlopend) € 88,9 miljard. Voor het eerst wordt in 2014 zichtbaar dat het saldo van de operationele- en de (des)investeringskasstroom ruimte biedt om de schuldpositie met € 1,5 miljard te verminderen. De vermindering van de schuldpositie is geen doel op zich. De schuld moet in een evenwichtige verhouding staan tot de waarde (toekomstige verdiencapaciteit) van het woningbezit en niet leiden tot een onnodige hoge liquiditeitspositie.

Marktwaarde leningen sterk toegenomen door lage marktrente
De marktwaarde van de leningen is in 2014 toegenomen tot € 118 miljard (2013: € 99 miljard). De oorzaak hiervan is de lage marktrente die het duur maakt om leningen met een hogere rente te verkopen. Bij corporaties met een matige financiële positie, solvabiliteit en kasratio's, beperkt de hoge marktwaarde van de leningen de mogelijkheden om tot een structurele (financiële) verbetering van de situatie te komen.

ICR en DSCR 2014 ruim voldoende
De kengetallen voor ICR en DSCR staan voor de mate waarin corporaties uit hun kasstromen hun lopende financiële verplichtingen kunnen betalen. Ultimo 2014 komen deze ratio's substantieel boven de door de Aw gestelde ondergrens voor individuele corporaties uit. In de prognoseperiode laten deze kengetallen een positieve en gestage ontwikkeling zien. Deze toename wordt veroorzaakt door een beperkte huurstijging, stabilisatie van de netto bedrijfslasten en lage rente uitgaven.

Personeelskosten
De daling van de personeelskosten is de belangrijkste oorzaak van de gedaalde netto bedrijfslasten. Was in 2010 de ratio nog 87 verhuureenheden op een full time personeelslid. In 2014 is de ratio 100 verhuureenheden op een full time personeelslid.

Aantal verbindingen daalt
In 2014 nam het aantal verbindingen verder af met 136 tot circa 1.500 verbindingen. Het verlies op commerciële activiteiten is sterk gedaald ten opzichte van 2013, van € 170 miljoen naar € 33 miljoen.

1.3 Uitdagingen voor de sector

Passend toewijzen
Met ingang van 1 januari 2016 gelden nieuwe regels voor passend toewijzen aan huishoudens met een inkomen dat recht kan geven op huurtoeslag. 95% van de woongelegenheden die aan deze huishoudens worden toegewezen zullen een huur moeten hebben van ten hoogste de aftoppingsgrens uit de regeling huurtoeslag.
In 2014 wordt dat percentage nog lang niet gehaald. Er werd slechts 68% passend toegewezen. Bij de bijstelling die corporaties in het verhuurbeleid moeten gaan aanbrengen speelt de slaagkans voor de verschillende doelgroepen van beleid ook een belangrijke rol. Het toezicht op het passend toewijzen vangt aan vanaf verslagjaar 2016.

Attentiepunten scheiding DAEB en niet-DAEB op basis van cijfers 2014
De sector geniet staatsteun (compensatie) door de garantiestelling van het Rijk op de door het WSW geborgde financiering voor het uitvoeren van de publieke taak. Deze publieke taak komt onder andere tot uitdrukking in de sociale (lage) huren van de DAEB-portefeuille en het daarmee samenhangende lage rendement. De DAEB-portefeuille van de corporaties heeft een direct rendement van 3,1%, tegen 4,7% bij commerciële verhuurders in de markt (IPD indexwoningen).

Vanaf 2017 gaat de Aw de compensatie toetsen op rechtmatigheid. Bij de beoordeling of sprake is van overcompensatie wordt allereerst getoetst of het direct rendement hoger is dan het rendement in de markt. Indien het direct rendement hoger is dan het rendement dat in de markt kan worden behaald, wordt vervolgens het indirect rendement betrokken in de beoordeling. Mocht het totaal rendement hoger zijn dan de markt dan kan er nog een beroep op een hardheidsclausule worden gedaan. Rekening houdend met deze drietrapsraket, zal het vraagstuk overcompensatie zich in beperkte mate voordoen.
Bij toetsing op alleen direct rendement zouden er op basis van de huidige cijfers 17 corporaties zijn (met 8,6% van de woningvoorraad in hun portefeuille) die boven het gemiddelde direct rendementscijfer uit de IPD-index woningen uitkomen.

Door de groei van het niet-DAEB bezit neemt de omvang van de financiering vanuit de DAEB-tak voor de niet-DAEB-tak toe. Op basis van een verkenning van de cijfers 2014 en door de Aw gekozen uitgangspunten is sprake van € 11,8 miljard ingebracht kapitaal (8,3% van het totaal eigen vermogen) en € 10,5 miljard aan verstrekte interne leningen (circa 12% van de langlopende leningen in de balans). De omvang van de interne leningen neemt nog extra toe doordat de omvang van de leningen zonder staatsteun (ongeborgd) sterk terugloopt. Voor het niet-DAEB bezit is de verhouding schuld (zonder staatssteun) ten opzichte van de marktwaarde (LTV) teruggelopen van 6,5% in 2012 naar 3,2% in 2014 (voor DAEB-bezit 41,8% in 2014). De opgave om de interne lening op termijn om te zetten naar commerciële financiering wordt hierdoor groter. Het huidige eigen middelen beleid van WSW biedt corporaties de ruimte om eigen middelen aan te wenden voor niet-DAEB uitgaven in plaats van voor de afbouw van de leningen met staatsteun. De Aw vindt het belangrijk dat wordt nagegaan of het niet wenselijk is om vooruitlopend op de scheiding al aanpassingen in dit beleid aan te brengen.

Verkenning nieuwe solvabiliteitsnorm bij marktwaarde
Met de verplichting voor woningcorporaties om hun bezit op marktwaarde in verhuurde staat te waarderen is het nodig een nieuwe norm voor de solvabiliteit te gaan bepalen. Onder andere de regionale en lokale stakeholders moeten zich een goed beeld kunnen vormen van de financiële positie van de corporaties vanwege de prestatieafspraken die gemaakt moeten worden.

Bij de waardering van het DAEB-bezit op marktwaarde komen de verschillen in regionale woningmarkten goed tot uiting. De marktwaarding gaat uit van marktconform gedrag: verkoop van woningen bij mutatie, en huurbeleid gericht op huurgroei naar markthuren. Corporaties hebben een publieke taak en zullen hun DAEB-bezit na scheiding grotendeels blijven verhuren tegen huurprijzen die veelal lager liggen dan de marktconforme huurprijzen. Deze huurprijzen zullen met de herijking van het huurbeleid van de minister meer tenderen naar de zogenaamde aftoppingsgrenzen in de regeling huurtoeslag. De mate waarin de werkelijke huren afwijken van de marktconforme huren verschilt per regio, evenals de hoogte van de leegwaarde.
Een deel van het eigen vermogen op de marktwaardebalans in de DAEB-tak is daardoor niet 'vrij' beschikbaar zolang corporaties zich richten op de publieke taakuitoefening. Een manier om dit in beeld te brengen is, is door het niet vrije deel, de zogeheten 'beklemming', van het eigen vermogen te bepalen. Het eigen vermogen minus de beklemming kan worden gebruikt voor de realisatie van publieke taken en de opvang van schokken of tegenvallers. De solvabiliteit op basis van dit deel van het eigen vermogen (vrije vermogen) geeft, tezamen met andere balans- en de kasratio's, een beter beeld van de financiële positie bij de corporatie. Dat deel zal naar verwachting geen correlatie vertonen met het woningmarktgebied waar corporaties werkzaam zijn.

In zwakke woningmarktregio's is de beklemming beperkt en in sterke woningmarkten als de Randstad is de beklemming aanzienlijk. Indien de beklemming wordt gebruikt als middel om eigen vermogen op basis van marktwaarde te duiden dan zou de normstelling voor de solvabiliteit exclusief de beklemming rond de 40% liggen. Het komend jaar gaat de Aw deze benaderingswijze als mogelijke optie verder ontwikkelen.

2 Kasstromen en resultatenrekening 2014

De netto-exploitatiekasstroom na rente en overheid bereikte in 2014 een tijdelijk dieptepunt van € 1.348 per verhuureenheid. De daling is het directe gevolg van de verhuurderheffing die steeg van € 17 naar € 456 per verhuureenheid. Met relatief sterk stijgende huren en een gematigde ontwikkeling van onderhoudslasten en netto-bedrijfslasten, compenseerden de woningcorporaties samen ongeveer de helft van de lastenstijging die de verhuurderheffing veroorzaakte.

Voor de periode 2015 tot en met 2019 verwacht de sector dat de netto-exploitatiekasstroom na rente en overheid gemiddeld per verhuureenheid weer zal groeien. De toename is het gecombineerde effect van een beperkte huurstijging, gematigde ontwikkeling van netto-bedrijfslasten en onderhoudslasten, en lagere rente-uitgaven aan de kort en langlopende schulden. In samenhang hiermee stijgen de sectorale ICR en DSCR en nemen liquiditeitsrisico's af.

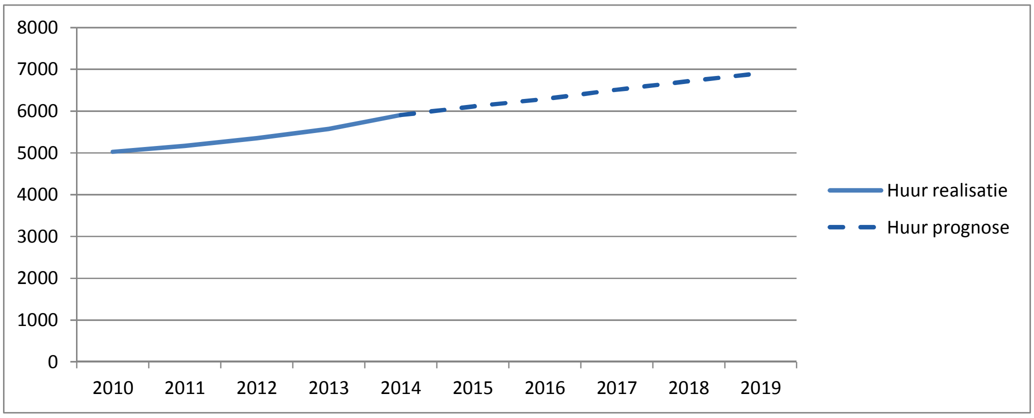
Het over 2014 behaalde volkshuisvestelijke jaarresultaat is € 1,2 miljard. Het resultaat is hiermee weer genormaliseerd ten opzichte van 2013 toen niet-gerealiseerde waardeveranderingen het resultaat extreem hoog opstuwden. Het jaarresultaat bedraagt € 3 miljard indien het bezit wordt gewaardeerd tegen marktwaarde in plaats van volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Het aantrekkende herstel op de koopwoningmarkt droeg bij aan het resultaat bij marktwaarde.
De resultatenrekening laat ook zien dat de netto opbrengst over verkoop van bestaand bezit sterk steeg en dat de verliezen op commerciële activiteiten afnamen.

2.1 Kasstromen

Kasstromen Kasstromen zijn de feitelijke geldstromen die een organisatie in- en uitstromen tijdens het verslagjaar.

2.1.1 Huren stijgen sterk in 2014

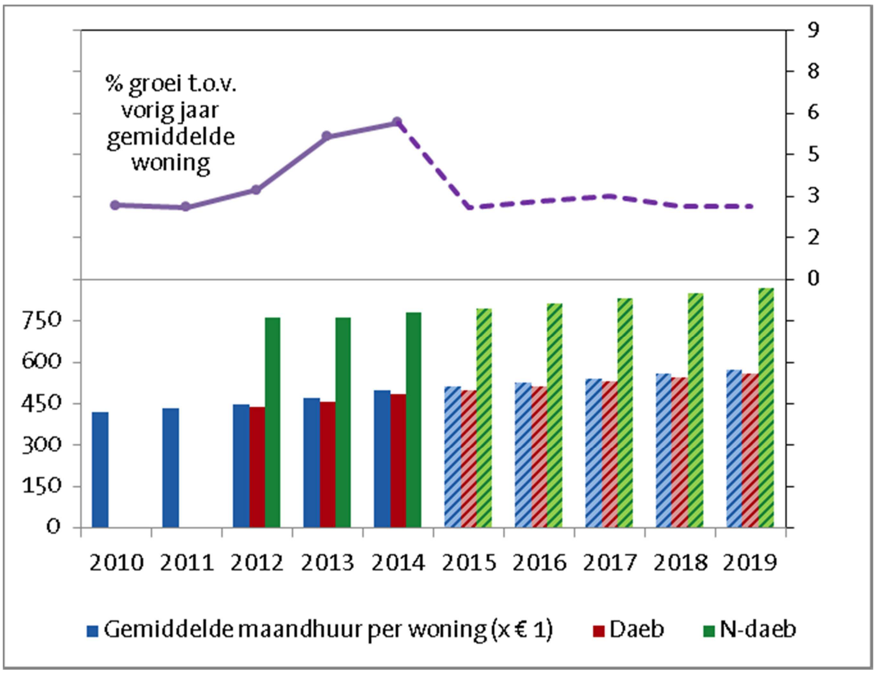
Gemiddeld per verhuureenheid stegen de huurinkomsten van de corporaties in 2014 met 5,9% tot € 5.907 per jaar. Volgens de prognoses van de corporaties zullen de huren na 2014 verder stijgen, maar wel minder snel.



Figuur 3 Ontwikkeling huur x € 1 per verhuureenheid en per jaar, 2010-2019

De toegenomen huurinkomsten hangen samen met de groei van de contractuele huurprijzen van de zelfstandige woningen (DAEB en niet-DAEB). De huur van een gemiddelde corporatiewoning steeg met 5,7% tot € 497 per maand[3] (figuur 4). Dit is de hoogste stijging van de woninghuren in de afgelopen jaren. De huurstijging is het gecombineerde effect van de inkomensafhankelijke huurverhoging in 2014, de huurharmonisatie bij het opnieuw verhuren van vrijgekomen woningen en de (des)investeringen in de vastgoedportefeuille. Nieuwbouw bijvoorbeeld leidt hoofdzakelijk tot toevoeging van woningen met hogere huren, terwijl door sloop vooral woningen met een lage huur verdwijnen.

De hier gemelde huurprijsstijging over 2014 is hoger dan de circa 4,9% huurstijging uit de analyse van Companen[4] die de minister eind 2014 aan de Tweede Kamer stuurde. Dit komt mede doordat Companen het huurbeleid als uitgangspunt heeft en niet gericht is op de financiën van de corporatiesector. Hierdoor is er geen aandacht voor het effect dat de overheveling van DAEB-woningen (gereguleerde huur) naar niet-DAEB woningen (geliberaliseerde huur) heeft op de huurinkomsten van corporaties. In 2014 groeide de niet-DAEB portefeuille van de sector dankzij zogenoemde 'overige mutaties' met bijna 12.500 woongelegenheden. Deze overige mutaties zijn hoofdzakelijk woningen die van DAEB naar niet-DAEB doorschuiven. Dit gebeurt via harmonisatie ineens op het moment dat woningen opnieuw verhuurd worden. Eind 2014 was mede hierdoor het aantal niet-DAEB woongelegenheden gegroeid tot 105.600, versus 2,3 miljoen DAEB woongelegenheden.



Figuur 4 Ontwikkeling gemiddelde maandhuur zelfstandige woningen

In 2015 en later worden gemiddeld lagere huurstijgingen verwacht voor de woningen (figuur 4). In deze prognose is het prijsverhogende effect van de (des)investeringen nog niet meegenomen. Evenmin meegenomen is het potentieel

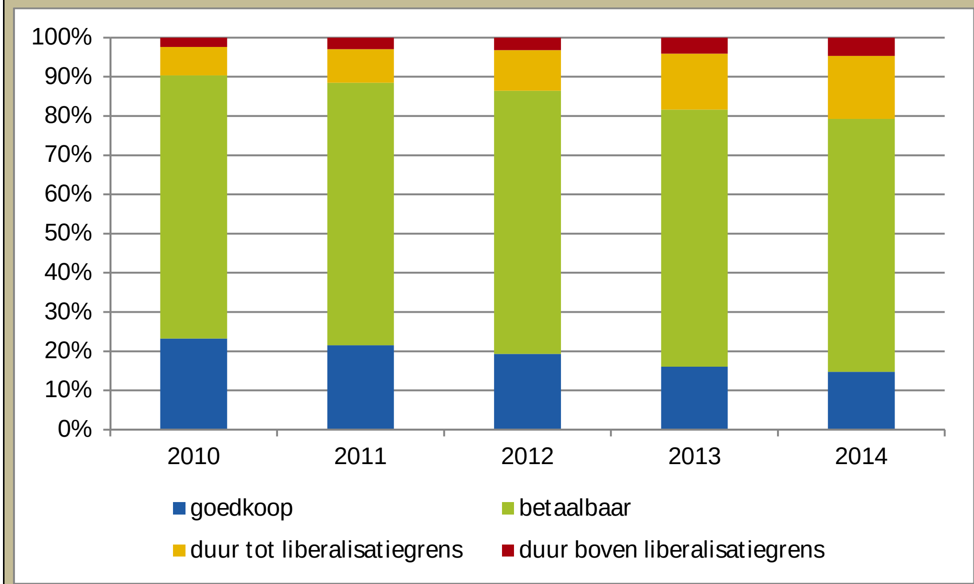
[3] De gemiddeld per verhuureenheid ontvangen huurinkomsten stegen dus iets sterker dan gemiddelde huurprijs per woning. Dit verschil ontstaat doordat de daling van het totaal aantal verhuureenheden met 0,5% geen effect heeft op de berekening van de huurprijs per woning, maar wel op de ontvangen huurinkomsten per verhuureenheid.
[4] Companen, Analyse van het huurbeleid van verhuurders 2014.

prijsdrukkende effect van recente regelgeving omtrent de huursombenadering voor de reguliere huurstijging en het passend toewijzen aan huishoudens die in aanmerking komen voor huurtoeslag. De Aw concludeerde eind september 2015 dat de huursombenadering feitelijk weinig financieel effect heeft voor de meeste corporaties. De corporaties hanteren in hun prognoses namelijk ook al gematigde huurstijgingen.

Vanaf 1 januari 2016 gelden nieuwe regels voor het passend toewijzen van sociale huurwoningen aan huishoudens die in aanmerking komen voor huurtoeslag (lees hierover mee in box 1). Deze regels kunnen ertoe leiden dat corporaties hun huurprijzen bij het aangaan van nieuwe huurcontracten minder verhogen of zelfs verlagen. Dat verlaagt in beginsel ook de totale huurkasstroom van de corporatie. Afhankelijk van de exacte situatie, kan een corporatie deze verlaging compenseren met de gedifferentieerde (jaarlijkse) huurstijging van individuele woningen uit het akkoord over de huursombenadering.

Box 1 Huurwoningen naar huurprijsklassen en passend toewijzen

In de afgelopen vijf jaar verdubbelde het aandeel dure woningen in het bezit van de corporaties tot bijna 21%. Een woning is duur, indien de huur hoger is dan de hoogste aftoppingsgrens uit de wet op de huurtoeslag. Deze grens lag in 2014 op € 597 per maand. Voor bijna een kwart van alle dure woningen (4,7%) bedroeg de maandhuur meer dan de liberalisatiegrens van € 699 per maand.



Figuur 5 Huurwoningvoorraad naar huurprijsklasse, 2010-2014

Het aandeel goedkope woningen daalde tot krap 15%. Dit zijn de woningen met een huur tot de kwaliteitskortingsgrens uit de huurtoeslag (afgerond € 389 per maand, prijspeil 2014). Ook het aandeel betaalbare woningen nam af. De huur van betaalbare woningen ligt tussen € 389 en € 597 per maand (prijspeil 2014).

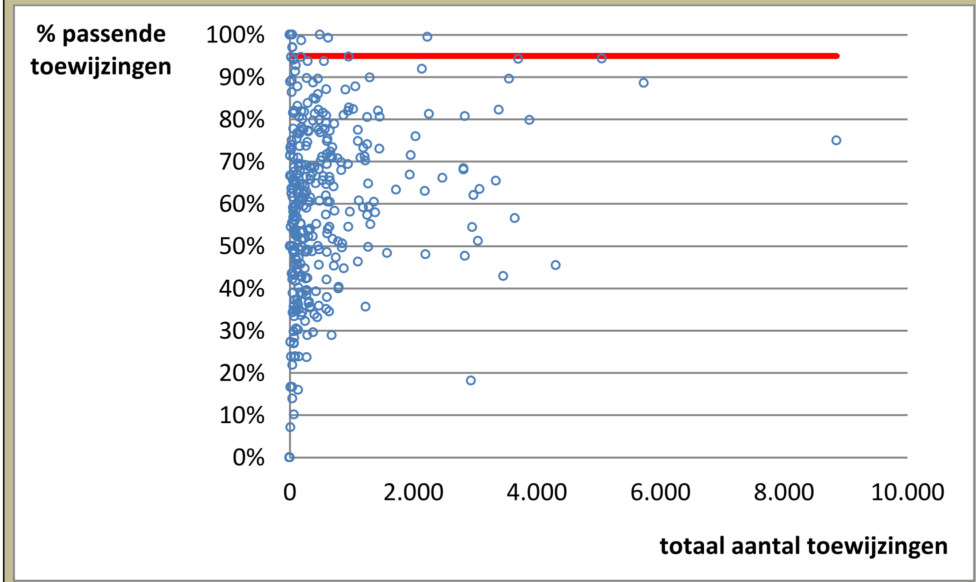
De prijsgrenzen zijn belangrijk bij het bepalen van de huurtoeslag die een huishouden kan ontvangen. Globaal geldt hierbij het volgende:

Alleen huishoudens met een laag inkomen komen in aanmerking voor huurtoeslag. Voorwaarde is dat ze een woning huren met een huur van ten hoogste de liberalisatiegrens bij aanvang van het huurcontract. De definitie van laag inkomen is geregeld via de wet op de huurtoeslag. Deze bedraagt maximaal €21.600 voor eenpersoonshuishoudens, € 29.325 voor

meerpersoonshuishoudens jonger dan 65 jaar en € 29.400 voor meerpersoonshuishoudens ouder dan 65 jaar (prijspeil 2014).
Voor een huishouden dat voldoet aan de genoemde voorwaarden wordt allereerst gekeken hoeveel 'basishuur' het huishouden zelf kan betalen gezien zijn inkomen. Over deze basishuur wordt geen huurtoeslag vergoed.
Voor zover de werkelijke huur hoger is dan de basishuur, wordt vervolgens getrapt bepaald hoeveel huurtoeslag het huishouden ontvangt. Over het prijsverschil tussen de basishuur en maximaal de kwaliteitskortingsgrens wordt 100% huurtoeslag uitgekeerd. Over het verschil tussen de kwaliteitskortingsgrens en maximaal de aftoppingsgrens wordt 65% huurtoeslag betaald. En over het verschil tussen de aftoppingsgrens en maximaal de liberaliseringsgrens wordt 40% huurtoeslag betaald, mits het huishouden aan bepaalde criteria voldoet. Deze criteria zijn dat het huishouden een éénpersoonshuishouden is of dat er, bij een meerpersoonshuishouden, een bewoner is van tenminste 65 jaar of een gehandicapte bewoner.

Passend toewijzen
Met ingang van 1 januari 2016 gelden nieuwe regels voor passend toewijzen aan huishoudens met een inkomen dat recht kan geven op huurtoeslag. Volgens deze nieuwe regelgeving moeten de toewijzingen aan deze huishoudens voor 95% betrekking hebben op woongelegenheden met een huur van maximaal de aftoppingsgrens. De exacte hoogte van de aftoppingsgrens varieert hierbij met huishoudensgrootte. Voor één- of tweepersoonshuishoudens geldt een aftoppingsgrens van € 557 per maand. Voor drie- en meerpersoonshuishoudens geldt de (hoogste) aftoppingsgrens ad € 597 per maand (beide prijspeil 2014).

In 2014 was de sector gemiddeld nog ver af van deze nieuwe norm voor het passend toewijzen. Er werden in totaal ruim 211.000 woonruimtes toegewezen, waarvan bijna 162.000 aan huishoudens met een laag inkomen (conform de wet op de huurtoeslag). Van deze 162.000 huishoudens kreeg 68% een woonruimte toegewezen met een huur tot de aftoppingsgrens die voor het betreffende huishouden geldt. Uit de onderstaande grafiek blijkt dat tussen corporaties onderling er grote verschillen zijn. Slechts een klein aantal corporaties haalde in 2014 wel al de norm van 95%.



Figuur 6 % passende toewijzingen aan huishoudens met een inkomen dat recht kan geven op huurtoeslag

Veel corporaties moeten hun toewijzingsbeleid en/of huurprijsbeleid aanpassen, om in 2016 te voldoen aan de nieuwe 95%-norm voor passend toewijzen. Ze kunnen een of meer van de volgende maatregelen nemen om bij te sturen:

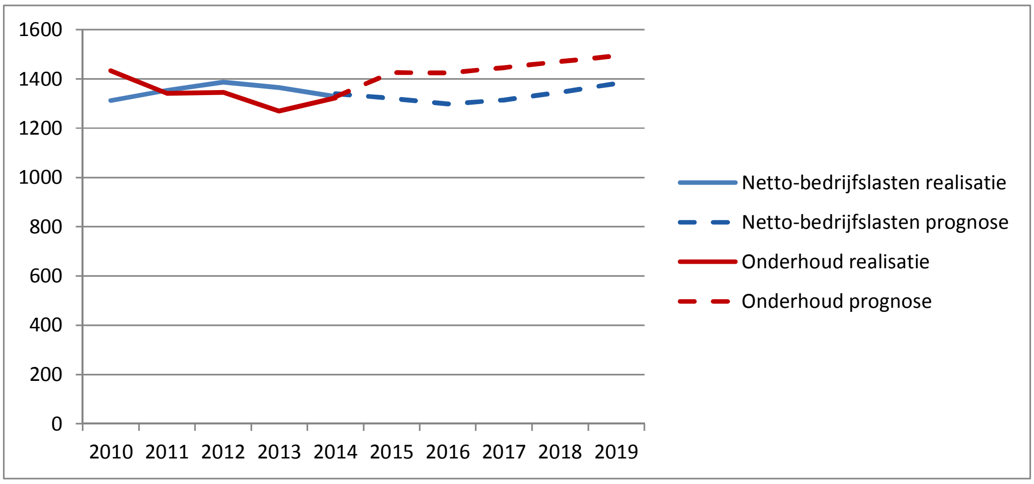
- Woongelegenheden met een huur tot de aftoppingsgrens voortaan exclusief toewijzen aan huishoudens met een inkomen dat recht kan geven op huurtoeslag. In 2014 zijn bijna 21.000 woongelegenheden met een huur tot de aftoppingsgrens toegewezen aan een huishouden met een hoger inkomen.
- Minder woongelegenheden toewijzen aan huishoudens die qua inkomen in aanmerking komen voor huurtoeslag en meer aan huishoudens met een laag middeninkomen dat niet in aanmerking komt voor huurtoeslag. De mogelijkheden hiertoe hangen af van de situatie op de lokale woningmarkt en van de prestatieafspraken met de gemeente. Het wettelijk kader hierbij wordt verder bepaald door de regels vanwege de EU-staatsteun. Volgens deze regels moet de sector tussen 1 juli 2015 en 2021 80% van de beschikbare woongelegenheden toewijzen aan huishoudens met een inkomen tot € 34.911 en mag nog eens 10% mag worden toegewezen aan huishoudens met een inkomen tussen € 34.911 en € 38.550 (beide prijspeil 2015). De laatste 10% is vrij toewijsbaar met voorrang voor urgente woningzoekenden.
- Bij mutaties en renovaties minder gebruik maken van de wettelijke mogelijkheden tot huurverhoging. Zo blijven er meer woongelegenheden onder de aftoppingsgrens beschikbaar. In 2014 kregen circa 44.000 woningen door dit soort huurverhogingen een huurprijs van meer dan de hoogste aftoppingsgrens.
- De huren van vrijkomende woongelegenheden eventueel verlagen tot maximaal de aftoppingsgrens.

Met het gebruik van bovenstaande mogelijkheden beïnvloeden corporaties de kansen van de diverse inkomensgroepen op een huurwoning. De twee laatste sturingsopties kunnen daarnaast ook gevolgen hebben voor de financiële positie van corporaties. Deze twee opties verlagen namelijk de toekomstige huurkasstroom en bedrijfs- en marktwaarde van de betreffende woongelegenheden. Afhankelijk van de situatie bij de corporatie, kan dit negatieve effect worden opgevangen met de gedifferentieerde huurverhoging die de huursombenadering uit het huurakkoord toestaat voor individuele woningen.

2.1.2 *Reële daling van netto-bedrijfslasten en onderhoud samen*

In 2014 gaven de corporaties gemiddeld per verhuureenheid 2,6% minder uit aan de netto-bedrijfslasten dan in 2013 en 4,2% meer aan onderhoudslasten. Netto-bedrijfslasten én onderhoudslasten samen stegen hierbij slechts 0,6%, dus minder dan de inflatie die 1% bedroeg in 2014. De reële lasten zijn hiermee licht gedaald.

In de prognosejaren 2015 tot en met 2019 zal de reële lastendaling verder doorzetten. Volgens de prognoses van de corporaties stijgen de onderhoudslasten én bedrijfslasten per verhuureenheid samen nog 7,8% tot en met 2019. Dat is minder dan de cumulatieve inflatieverwachting van 9,3% over deze periode die de Aw hanteert. De reële lastenbeperking is vooral toe te schrijven aan de netto-bedrijfslasten. De corporaties verwachten dat de netto bedrijfslasten per verhuureenheid in 2019 slechts 3,1% hoger liggen dan in 2014. Voor de onderhoudslasten verwachten ze 12,5% stijging.



Figuur 7 Ontwikkeling gemiddelde netto bedrijfslasten en onderhoudslasten per vhe, 2010-2019 (x € 1)

De lagere netto bedrijfslasten per verhuureenheid in 2014 worden vooral veroorzaakt door lagere personeelslasten. Het personeelsbestand kromp met ruim 1.600 fte ten opzichte van 2013. In vergelijking met 2010, toen het aantal fte werkzaam in de sector het hoogste was, zijn er zelfs ruim 3.700 fte minder. Doordat het aantal fte sneller daalde dan het aantal verhuureenheden, steeg het gemiddeld aantal verhuureenheden per fte in 2014 tot ruim 100. In 2005 lag dit kengetal voor het laatst boven de 100.

Tabel 1 Netto bedrijfslasten per verhuureenheid (x € 1)

	2013	2014	mutatie (%)
Personeelslasten	743	719	-3,2
Overige bedrijfslasten	1.197	1.189	-0,6
Onderhoudslasten (excl. tlv personeelskosten en andere kasstromen)	1.187	1.216	2,4
Variabele lasten	**3.127**	**3.125**	**-0,1**
Af: Onderhoudslasten (incl. tlv personeelkosten en andere kasstromen)	-1.270	-1.323	4,2
Brutobedrijfslasten	**1.857**	**1.802**	**-3,0**
Af: Vergoedingen	-315	-321	1,9
Af: Overige bedrijfsopbrengsten	-123	-104	-15,5
Af: Geactiveerde productie ten behoeve van het eigen bedrijf	-54	-48	-11,0
Netto bedrijfslasten	**1.365**	**1.329**	**-2,6**

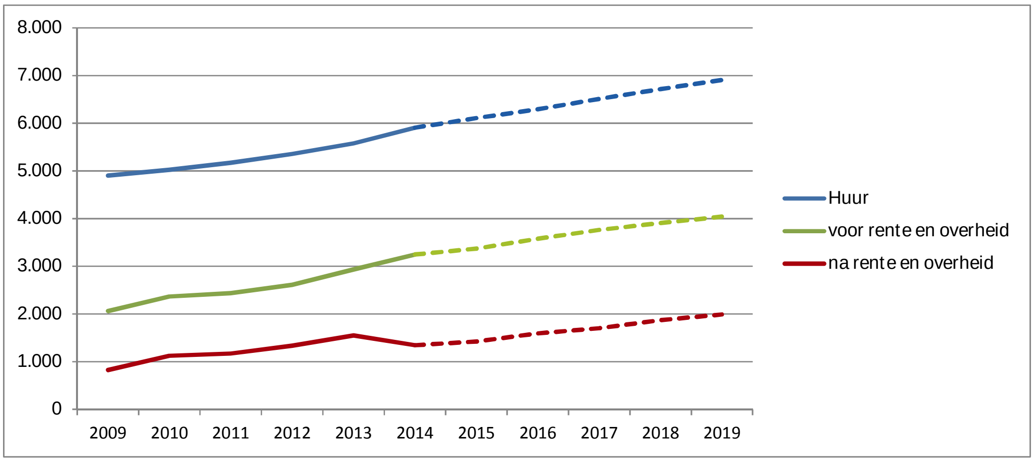
Tabel 2 Ontwikkeling aantal verhuureenheden en fte's

	2010	2011	2012	2013	2014
Aantal gewogen vhe	2.468.744	2.479.530	2.480.718	2.490.378	2.476.770
Aantal fte	28.368	28.233	27.824	26.264	24.651
Aantal vhe's per fte	87,0	87,8	89,2	94,8	100,5
Ontwikkeling aantal fte's t.o.v. voorgaand jaar (%)	1,3	-0,5	-1,5	-5,6	-6,1

2.1.3 *Netto-exploitatiekasstromen*

Onder invloed van de stijgende huren en de gematigde groei van de operationele lasten steeg de netto-exploitatiekasstroom voor rente en overheid naar € 3.247 per verhuureenheid, 10,8% meer dan in 2013 (tabel 3). Met deze stijging kon de sector een groot deel opvangen van de fors gestegen verhuurderheffing in 2014. Na

verrekening van rente en overheid blijkt de netto-exploitatiekasstroom gedaald naar € 1.348 per verhuureenheid in 2014, 13,8% lager dan in 2013.
Veel corporaties zagen in 2014 een lagere netto-exploitatiekasstroom per verhuureenheid. Zij betaalden in 2014 immers ook saneringsbijdrage. Deze saneringsbijdrage van gemiddeld € 186 per verhuureenheid, is niet verwerkt in de netto-exploitatiekasstroom op sectorniveau. De uitbetaalde saneringssteun is evenmin verwerkt. Via uitbetaalde saneringssteun vloeit deze bijdrage namelijk terug in de sector. Saneringssteun is echter alleen beschikbaar voor specifieke corporaties die het nodig hebben om financieel gezond te kunnen worden. Voor de corporaties die betalen blijft het een uitgave. In 2015 wordt overigens geen saneringsbijdrage geheven.
Voor de jaren 2015 tot en met 2019 verwachten de gezamenlijke corporaties dat de gemiddelde netto-exploitatiekasstroom na rente en overheid weer gaat stijgen.



Figuur 8 Ontwikkeling netto exploitatiekasstroom per verhuureenheid (x € 1,-)

Tabel 3 Netto exploitatiekasstroom per verhuureenheid (€ 1,-)

	2013	2014	mutatie (%)
Huur	5.575	5.907	5,9
Af: Netto bedrijfslasten	-1.365	-1.329	-2,6
Af: Onderhoudslasten (incl. tlv personeelskosten en andere kasstromen)	-1.270	-1.323	4,2
Af: Erfpacht	-9	-8	-7,3
Netto exploitatiekasstroom voor rente en overheid	**2.932**	**3.247**	**10,8**
Af: Renteuitgaven	-1.484	-1.489	0,3
Af: Verhuurdersheffing	-17	-456	2.507,1
Af: Vennootschapsbelasting	25	-22	-187,9
Renteontvangsten	83	60	-28,6
Overheidsbijdragen	13	8	-41,7
Netto exploitatiekasstroom na rente en overheid	**1.552**	**1.348**	**-13,2**

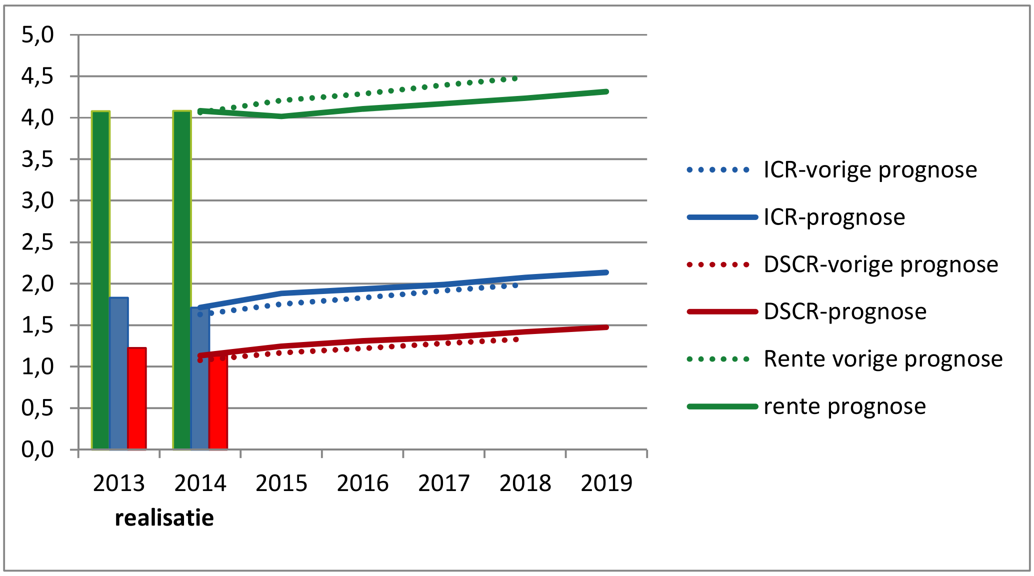
2.1.4 *Rente en liquiditeitsrisico's*

De woningcorporaties hebben profijt van de lage rentes op de kapitaalmarkt. In 2014 betaalt de sector gemiddeld 4,08% rente over de kort- en langlopende schulden (figuur 9). Voor de jaren na 2014 verwacht de sector een lager rentepercentage dan in de prognoses van vorig jaar.

Debt-Service Coverage Ratio (DSCR, volgens berekening door de *Aw)*
De DSCR in enig jaar is gelijk aan de **kasstroom voor rente** gedeeld door **de gecorrigeerde rente-uitgaven** en **de genormeerde aflossing** tezamen. Voor de individuele beoordeling van corporaties wordt 1,0 als norm aangehouden. Indien de uitkomst lager is dan 1,0 is dat reden voor selectie voor nader onderzoek door de Aw.

De kasstroom voor rente is gelijk aan de operationele kasstroom plus de rente-uitgaven, plus de geactiveerde productie en minus de rente-ontvangsten.
De gecorrigeerde rente-uitgaven zijn gelijk aan de rente-uitgaven minus de rente-ontvangsten en minus de geactiveerde rente.
De genormeerde aflossing is gelijk aan de langlopende leningen (inclusief het deel dat verantwoord is onder kortlopende schulden) ultimo het jaar minus **de restwaarde**, gedeeld door anderhalf maal de economische levensduur van de portefeuille in enig jaar.
De restwaarde is gelijk aan het aantal gewogen verhuureenheden in enig jaar maal € 5.000.

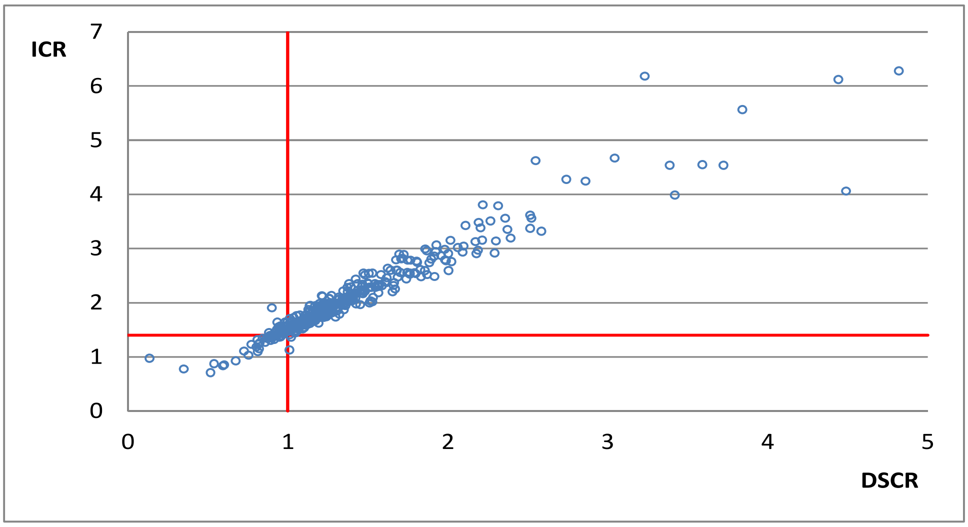
Hoewel 2014 een dieptepunt vormt voor de sectorale ICR en DSCR die de Aw bepaalt[5], zijn ze beide hoger dan de norm van 1,0 respectievelijk 1,4. Het tijdelijke dieptepunt houdt verband met de in 2014 sterk gestegen verhuurderheffing. Uit de de prognoses van de gezamenlijke corporaties blijkt dat de DSCR en ICR na 2014 stijgen en boven het niveau uitkomen van de prognoses van een jaar eerder. Dit ligt mede aan de lagere rente-uitgaven die de corporaties verwachten.



Figuur 9 Ontwikkeling rentepercentage, ICR en DSCR

Hoewel de ICR en DSCR op sectorniveau aan de norm voldoen, geldt dit niet voor alle afzonderlijke corporaties. In 2014 hebben negen corporaties een te lage ICR en hebben er 58 een te lage DSCR (figuur 10). In de individuele financiële beoordeling kijkt de Aw voor deze kengetallen vooral ook naar de verwachte ontwikkeling in de prognose periode en of ze vervolgens weer worden gerealiseerd.

[5] De Aw berekent de DSCR anders dan het WSW.



Figuur 10 ICR en DSCR per corporatie, 2014 (exclusief extremen)

2.2 Functionele resultatenrekening

Functionele resultatenrekening

De functionele resultatenrekening maakt transparant welke bijdrage diverse relevante activiteiten leveren aan het jaarresultaat. Conform de RJ-richtlijnen worden in de corporatiesector de volgende activiteiten onderscheiden:

- Exploitatie van vastgoed
- Verkoop van bestaand vastgoed en vastgoed in ontwikkeling
- Overige activiteiten
- Overige organisatiekosten
- Leefbaarheid
- Financiële baten en lasten

Waardeveranderingen van vastgoed zijn daarnaast ook een belangrijke post in de resultatenrekening van corporaties.

De hoogte van enkele posten uit de resultatenrekening hangt nauw samen met de waarderingsgrondslag die voor het vastgoed wordt gehanteerd:

- Verkoop vastgoed
- Waardeveranderingen vastgoedportefeuille
- Waardeverandering van financiële activa en effecten, en rentelasten

De Aw hanteert momenteel twee verschillende waarderingsgrondslagen:

- De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is gebaseerd op de contante waarde van toekomstige kasstromen uit de verhuurexploitatie van het bezit, op basis van het beleid van de corporatie en uitgaande van de continuering van de verhuur van het vastgoed tot het einde van de (economische) levensduur.
- De marktwaarde in verhuurde staat is het geschatte bedrag, waarvoor een object op de taxatiedatum zou kunnen worden overgedragen door een bereidwillige verkoper aan een bereidwillige koper (niet zijnde de huurder). Hierbij wordt uitgegaan van een marktconforme en zakelijke transactie, waarbij de partijen geïnformeerd, zorgvuldig en zonder dwang handelen[6].

De twee verschillende resultatenrekeningen die de Aw in verband hiermee presenteert, maken het effect van de waarderingsgrondslag inzichtelijk.

[6] De AW hanteert vooralsnog een benadering voor deze waardering bij de bepaling van de sectorcijfers. De cijfers van 43 corporaties die RJ 213 toepassen met 36% van het totaal aantal eenheden worden hierbij als ijkpunt gehanteerd.

Tabel 4 Winst- en verliesrekening functioneel model (x € 1 miljoen)

	volkshuisvestelijk		markt	
	2013	2014	2013	2014
Huuropbrengsten	13.889	14.583	13.889	14.583
Opbrengsten servicecontracten	788	783	788	783
Lasten servicecontracten	-802	-789	-802	-789
Overheidsbijdragen	77	66	77	66
Lasten verhuur en beheeractiviteiten	-1.920	-2.365	-1.920	-2.365
Lasten onderhoudsactiviteiten	-3.219	-3.178	-3.219	-3.178
Overige directe operationele lasten exploitatie bezit	-1.357	-1.925	-1.357	-1.925
Netto resultaat exploitatie vastgoedportefeuille	**7.456**	**7.129**	**7.456**	**7.129**
Omzet verkocht vastgoed in ontwikkeling	457	369	457	369
Uitgaven verkocht vastgoed in ontwikkeling	-441	-323	-441	-323
Toegerekende organisatiekosten	-71	-55	-71	-55
Toegerekende financieringskosten	0	-0	0	-0
Netto resultaat verkocht vastgoed in ontwikkeling	**-55**	**-10**	**-55**	**-10**
Verkoopopbrengst vastgoedportefeuille	2.261	3.192	2.261	3.192
Toegerekende organisatiekosten	138	-137	138	-137
Boekwaarde verkochte vastgoedportefeuille	1.043	-1.426	2.033	-2.502
Netto gerealiseerd resultaat verkoop vastgoedportefeuille	**1.080**	**1.629**	**90**	**552**
Overige waardeveranderingen vastgoedportefeuille	-1.394	-1.962	-230	-1.772
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille	9.480	-2.185	-1.385	1.678
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille verkocht onder voorwaarden	-65	24	-65	24
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille bestemd voor verkoop	-53	13	-53	13
Waardeveranderingen vastgoedportefeuille	**7.968**	**-3.922**	**-1.734**	**-56**
Opbrengst overige activiteiten	162	128	162	128
Kosten overige activiteiten	-367	-198	-367	-198
Netto resultaat overige activiteiten	**-206**	**-70**	**-206**	**-70**
Overige organisatiekosten	**-314**	**-232**	**-314**	**-232**
Leefbaarheid	**-240**	**-242**	**-240**	**-242**
Waardeveranderingen van financiële vaste activa en van effecten	-23	-139	-23	-539
Opbrengst van vorderingen die tot de vaste activa behoren en van effecten	47	17	47	17
Rentabiliteitswaardecorrectie	338	96	0	0
Andere rentebaten en soortgelijke opbrengsten	202	125	202	125
Rentelasten en soortgelijke kosten	-3.735	-3.695	-3.735	-4.195
Saldo financiële baten en lasten	**-3.171**	**-3.596**	**-3.509**	**-4.591**
RESULTAAT UIT GEWONE BEDRIJFSUITOEFENING VOOR BELASTINGEN	**12.519**	**686**	**1.489**	**2.479**
Belastingen resultaat uit gewonen bedrijfsuitoefening	32	539	32	539
Resultaat deelnemingen	-62	-36	-62	-36

RESULTAAT UIT GEWONE BEDRIJFSUITOEFE-NING NA BELASTINGEN	**12.489**	**1.189**	**1.459**	**2.983**
Buitengewone baten	0	1	0	1
Buitengewone lasten	-1	-3	-1	-3
Belastingen buitengewoon resultaat	39	18	39	18
BUITENGEWOON RESULTAAT NA BELASTINGEN	**38**	**16**	**38**	**16**
RESULTAAT NA BELASTINGEN	**12.527**	**1.205**	**1.497**	**2.999**

2.2.1 *Volkshuisvestelijk jaarresultaat 2014 is genormaliseerd na extreem resultaat in 2013*

Het jaarresultaat van € 1,2 miljard in de volkshuisvestelijke resultatenrekening van de sector over 2014 is in vergelijking met 2013 genormaliseerd. In 2013 werd het jaarresultaat nog extreem sterk opgestuwd door hoge, niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille. Deze niet-gerealiseerde waardeveranderingen werden veroorzaakt doordat de gezamenlijke corporaties op grond van beleid in 2013 sterkere huurstijgingen inrekenden voor de toekomst dan eerder. De eenmalige waardesprong die hierdoor ontstond, doet zich in 2014 niet meer voor. In plaats daarvan is in 2014 een negatieve niet-gerealiseerde waardeverandering van € 2,1 miljard geboekt. De oorzaken van deze daling komen in het balanshoofdstuk aan de orde.

Tabel 5 Resultaat na belastingen, niet gerealiseerde en overige waardeveranderingen vastgoed-portefeuille (x € 1 miljoen)

	volkshuisvestelijk		markt	
	2013	2014	2013	2014
RESULTAAT NA BELASTINGEN	12.527	1.205	1.497	2.999
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille	9.480	-2.185	-1.385	1.678
Overige waardeveranderingen vastgoedportefeuille	-1.394	-1.962	-230	-1.772

De resultatenrekening 2014 op basis van marktwaardering vermeldt een resultaat van € 3 miljard. Dat is € 1,5 miljard meer dan in 2013. De verdubbeling van het jaarresultaat is sterk bepaald door de niet-gerealiseerde en overige waardeveranderingen van de vastgoedportefeuille. De niet-gerealiseerde waardeveranderingen bedragen in 2014 €1,7 miljard. In 2013 waren ze nog negatief. Deze omslag is het gevolg van de veranderingen op de woningmarkt. Voor het eerst sinds jaren steeg in 2014 de leegwaarde. In combinatie met de stijging van de feitelijk gevraagde huren en de markthuren, leverde dat € 3,1 miljard waardegroei ten opzichte van 2013. Bij de overige waardeveranderingen daarentegen nam het verlies toe met circa €1,5 miljard. De overige waardeveranderingen zijn een uitdrukking van met name de onrendabele top van nieuwe investeringen en woningverbetering. De lagere huurprijsstelling bij nieuwbouw en het effect van de verhuurderheffing werken hier sterker door dan het afnemend investeringsvolume.

2.2.2 *Netto resultaat exploitatie vastgoed relatief stabiel*

Het nettoresultaat exploitatie vastgoed van € 7,1 miljard in 2014 is licht gedaald ten opzichte van 2013 (-€ 0,3 miljard). De stijgende huurinkomsten compenseerden voor een belangrijk deel de sterke stijging die zich voordeed bij de lasten verhuur- en beheeractiviteiten en overige directe operationele lasten. Deze lastenstijging is vooral het gevolg van de toename van de verhuurderheffing met circa € 1,1 miljard ten opzichte van 2013. Daarnaast is de stijging het gevolg van het correcter verantwoorden van zowel de verhuurderheffing als de saneringsbijdrage op deze posten. Vorig jaar was een substantieel deel van deze lasten nog opgegeven bij de overige activiteiten/organisatiekosten. Ook dit jaar zijn de heffingen nog niet

helemaal correct verantwoord.

Tabel 6 Netto resultaat exploitatie vastgoed (x € 1 miljoen)

	volkshuisvestelijk		markt	
	2013	2014	2013	2014
Netto resultaat exploitatie vastgoedportefeuille	7.456	7.129	7.456	7.129

Het directe rendement dat de sector met het netto-resultaat exploitatie vastgoed behaalde over de marktwaarde van het vastgoed, is in vergelijking met 2013 licht gedaald naar 3,2% (tabel 7). De commerciële verhuurders op de woningmarkt zagen hun directe rendement volgens de IPD toenemen tot 4,7%. Het toegenomen verschil tussen beide ligt mede aan de verhuurderheffing waar commerciële verhuurders veel minder mee te maken hebben en aan de saneringsbijdrage die voor hen niet geldt.

Tabel 7 Direct rendement op marktwaarde

	2013	2014
Corporatiesector[1]	3,4	3,2
Markt (IPD standing investments woningen)	4,5	4,7
Verschil	-1,1	-1,5

[1] Rendement gebaseerd op functionele winst en verliesrekening. De kosten en opbrengsten van leefbaarheid, overige exploitaties en overige organisatiekosten zijn niet meegenomen. Rendementscijfers op basis van kasstromen verschillen door toerekeninsvraagstukken en het verschil tussen het kasstelsel en baten- en lastenstelsel.

2.2.3 *Minder geboekt op overige activiteiten en overige organisatiekosten, stabilisatie leefbaarheid*

De netto uitgaven aan de posten overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid bedroegen per saldo in 2013 nog 5% van de huursom, In 2014 is dat teruggelopen naar 3,5% van de huursom. Door meer eenduidigheid in de opstelling van de functionele resultatenrekening hebben de gezamenlijke corporaties minder geboekt op de posten overige activiteiten en overige organisatiekosten. De boekingen op de post leefbaarheid bleven nagenoeg gelijk. Deze leefbaarheidsuitgaven zijn niet noodzakelijk voor de vastgoedexploitatie en bedragen gemiddeld per verhuureenheid € 98.

Tabel 8 Overige activiteiten, overige organisatiekosten en leefbaarheid (x € 1 miljoen)

	volkshuisvestelijk		markt	
	2013	2014	2013	2014
Netto resultaat overige activiteiten	-206	-70	-206	-70
Overige organisatiekosten	-314	-232	-314	-232
Leefbaarheid	-240	-242	-240	-242

2.2.4 *Verkoopopbrengst bestaand bezit sterk toegenomen*

De verbetering van de koopwoningmarkt in 2014 was gunstig voor de verkoop van bezit uit de vastgoedportefeuille voor verhuur. Het netto resultaat verkoop vastgoedportefeuille groeide met circa 50% tot ruim 1,6 miljard (volkshuisvestelijke resultatenrekening). Er werden ruim 2.300 woongelegenheden meer verkocht aan particulieren dan in 2013, toen er circa 14.650 werden verkocht. Ook werd een groter deel van deze verkopen gerealiseerd zonder korting (70% in 2014 versus 62% in 2013) en een kleiner deel met een hoge korting van 20% of meer van de woningwaarde (7% in 2014, versus 13% in 2013). Bij de verkopen aan andere woningverhuurders werd daarnaast veel meer verkocht aan beleggers en overige partijen van buiten de sector (6.000 in 2014, versus 2.000 in 2013) en veel minder aan andere toegelaten instellingen of eigen verbindingen. Het totale aantal aan andere woningverhuurders verkochte woongelegenheden bleef met circa 9.600 vrijwel gelijk.

Tabel 9 Verkoopopbrengst bestaand bezit (x 1 miljoen)

	volkshuisvestelijk		markt	
	2013	2014	2013	2014
Netto gerealiseerd resultaat verkoop vastgoedportefeuille	1.080	1.629	90	552

Ook de resultatenrekening op basis van de waarderingsgrondslag marktwaarde geeft over 2014 een hoger netto resultaat op de verkoop van bestaand bezit dan over 2013. Wel is het vermelde netto resultaat van ruim € 1,1 miljard lager dan op de volkshuisvestelijke resultatenrekening. De oorzaak hiervan is het verschil in waarde waartegen het vastgoed voorafgaand aan de verkoop op de balans staat. De marktwaarde in verhuurde staat is veel hoger dan de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Het verschil met de behaalde verkoopprijzen is dus kleiner.

2.2.5 *Minder verlies op commerciële activiteiten*

Commerciële activiteiten
In de resultatenrekening zijn de resultaten van commerciële activiteiten slechts ten dele zichtbaar. De zichtbare informatie betreft de nieuwbouw voor verkoop en het resultaat deelnemingen. De resultaten van deze activiteiten worden besproken in deze paragraaf.

De resultatenrekening geeft geen inzicht in het rendement van andere niet-DAEB-activiteiten. Dit rendement betreft onder meer het mogelijk onrendabele deel van (des)investeringen bij niet-DAEB vastgoed, het direct rendement op de exploitatie van niet DAEB-vastgoed in exploitatie en het rendement op overige activiteiten die als niet-DAEB zijn gekwalificeerd, zoals VVE-beheer. Deze andere niet-DAEB activiteiten komen in het balanshoofdstuk aan bod.

In 2014 is het verlies op de nieuwbouw voor verkoop en deelnemingen samen gedaald tot € 33 miljoen. Dat is aanzienlijk minder dan in 2013 (€ 170 miljoen verlies). De belangrijkste oorzaken voor het geringere verlies zijn:

- De afwaarderingen die al in eerdere jaren zijn genomen op project- en grondposities
- De afname van de omvang en/of omzet van de commerciële activiteiten
- Het voorzichtige herstel van de woningmarkt

Tabel 10 Commerciële activiteiten in de resultatenrekening (x € 1 miljoen)

	volkshuisvestelijk		markt	
	2013	2014	2013	2014
Nettoresultaat verkocht vastgoed in ontwikkeling	-55	-10	-55	-10
Niet-gerealiseerde waardeveranderingen vastgoedportefeuille bestemd voor verkoop	-53	13	-53	13
Resultaat deelnemingen	-62	-36	-62	-36
Saldo commerciële activiteiten	**-170**	**-33**	**-170**	**-33**

Minder verlies op nieuwbouw van koopwoningen
In het laatste jaar voor de invoering van de nieuwe woningwet op 1 juli 2015, waren corporaties beduidend minder actief met nieuwbouw voor verkoop. Het netto resultaat verkocht vastgoed in ontwikkeling van -€ 10 miljoen, vormt een kleiner verlies dan de € 55 miljoen die in 2013 verloren ging. Het verlies nam af doordat er in totaal minder nieuwbouwwoningen zijn verkocht (krap 3.000, versus 3.850 in 2013) en er bij deze verkopen relatief minder korting is gegeven. Corporaties deden ook minder aan projectontwikkeling. Het aantal nieuw opgeleverde koopwoningen halveerde van circa 3.100 in 2013 naar 1.500 in 2014[7].

[7] Het totaal aantal verkochte nieuwbouwwoningen is hoger dan de productie doordat de verkopen mede komen uit de krimpende voorraad nog niet verkochte koop bij de toegelaten instellingen. Daarnaast tellen ook de verkopen door verbindingen mee in het totaal aantal verkochte nieuwbouwwoningen. Hoeveel nieuwbouwwoningen de toegelaten instellingen verkochten is niet bekend.

Onder invloed van aantrekkende marktomstandigheden steeg in 2014 de waarde van de vastgoedportefeuille bestemd voor verkoop met € 13 miljoen. Deze niet-gerealiseerde waardeverandering compenseert een klein deel van de verliezen die in eerdere jaren werden genomen op deze portefeuille, toen de koopwoningmarkt kampte met tegenwind.

Minder verlies op deelnemingen
Het negatieve resultaat op deelnemingen liep in 2014 verder terug naar € 36 miljoen (€ 62 miljoen in 2013). De zeer negatieve incidenten uit 2012 zijn inmiddels achter de rug, en daarnaast ondersteunen de eerdere afboekingen op project- en grondposities in de verbindingen het huidige resultaat. Ook het betere marktklimaat vermindert de verliezen.

Box 2 Verbindingen

Minder verbindingen
Het aantal verbindingen daalt verder. In 2014 zijn er nog 1.509, 136 minder dan in 2013, en bijna 400 minder dan in 2008. Ook verminderde de inbreng van financiering in de (nog bestaande) verbindingen vanuit de toegelaten instellingen tot € 3,15 miljard. In 2013 was dit € 3,2 miljard en in 2008 zelfs circa € 5 miljard. Het gaat hierbij om middelen die in de verbindingen zijn ingebracht via deelname in het risicodragende kapitaal, leningen, rekening courant en/of garanties.

Hoge verliezen in de loop der tijd
Door de jaren heen verloren de corporaties veel geld via de verbindingen. Bij de in 2014 nog bestaande verbindingen is inmiddels ongeveer € 1,15 miljard verdampt van de circa € 1,45 miljard aan risicodragend kapitaal die de corporaties hier oorspronkelijk inbrachten. Daarnaast zijn er ook hoge verliezen geleden op de inmiddels opgeheven verbindingen.

De vastgoedportefeuille in exploitatie bij verbindingen is in 2014 nauwelijks veranderd en daarmee bescheiden gebleven. De portefeuille bevat bijna 5.700 woongelegenheden en een kleine 2.100 overige verhuureenheden.

Box 3 Woningwet en de Financiële relaties met verbindingen
Per 1 juli 2015 is de nieuwe Woningwet ingegaan. Vanaf dat moment mogen corporaties geen nieuwe financiering inbrengen in bestaande verbindingen, tenzij de Aw de corporatie vooraf toestemming heeft gegeven de financiële relatie te vergroten door middel van: de leningen u/g aan de verbinding, rekening courant verhoudingen, verstrekte garanties en de (risicodragende) kapitaaldeelname. Ook de herfinanciering van leningen u/g van de corporatie aan de verbinding is na 1 juli 2015 in beginsel niet meer toegestaan. Zonder toestemming kan geen gevolg worden gegeven aan bepalingen in lening-overeenkomsten van de verbindingen met externe geldgevers, die bijstorting door de toegelaten instelling verlangen indien de verbinding onder bepaalde solvabiliteitsratio’s daalt. In de uitvraag over verslagjaar 2015 en in het toezicht zal extra aandacht worden besteed aan deze problematiek (mogelijke overtreding van het nieuwe wettelijke kader).

Vooruitlopend op het nieuwe kader van de Woningwet, ontstonden er voor 1 juli 2015 twee tegengestelde bewegingen in de relaties tussen corporaties en verbindingen. Enerzijds nam de afname van het aantal verbindingen toe. Anderzijds is er in een aantal verbindingen ook nog snel extra financiering ingebracht door corporaties. Voor 1 juli kon dit nog zonder specifieke toestemming.

2.2.6 *Financiële baten en lasten*

De resultatenrekening markt laat een veel hoger negatief saldo financiële baten en lasten zien (€ 4,6 miljard) dan de volkshuisvestelijke resultatenrekening (€ 3,6 miljard). Dit verschil ontstaat hoofdzakelijk doordat de resultatenrekening markt aansluit bij de wijze waarop corporaties de mutaties in de marktwaarde van 'embedded' derivaten en agioleningen verwerken in hun jaarrekening. De resultatenrekening tegen marktwaarde is op dit punt gelijk aan de opgave van de corporaties zelf. In de volkshuisvestelijke resultatenrekening is het effect voor 'embedded' en agio-leningen geëlimineerd.

Tabel 11 Saldo financiële baten en lasten (x € 1 miljoen)

	volkshuisvestelijk		markt	
	2013	2014	2013	2014
Saldo financiële baten en lasten	-3.171	-3.596	-3.509	-4.591

'Embedded' derivaten zijn in 2014 door meer corporaties dan in 2013 gewaardeerd tegen marktwaarde. De waardeverandering is verwerkt in de post waardeveranderingen van financiële vaste activa en effecten. Het is een negatieve waardeverandering omdat voor deze derivaten bij renteherziening een minimumrente geldt en deze minimumrente boven de marktrente ligt. De waardeverandering die corporaties opgaven is volledig overgenomen in de resultatenrekening tegen marktwaardering.
Agioleningen zijn leningen met een contractueel renteniveau dat hoger is dan het markconform niveau. Dit renteniveau is ontstaan na het doorzakken van de afkoop van derivaten in de betreffende leningen. Volgens de richtlijnen voor de jaarverslaggeving moeten agioleningen in de jaarrekening worden gewaardeerd tegen marktwaarde. Reguliere leningen dienen nominaal te worden gewaardeerd. De negatieve waarde-mutatie die zich in 2014 voordoet bij de agioleningen, verloopt via de post rentelasten.

De volkshuisvestelijke resultatenrekening sluit aan bij de volkshuisvestelijke balans, waarin leningen worden gewaardeerd tegen rentabiliteitswaarde. Deze rentabiliteitswaarde wordt bepaald tegen een disconteringspercentage van 5,25%. Het is methodisch niet consistent om in deze situatie deels ook te waarderen tegen marktwaarde. In de volkshuisvestelijke balans en resultatenrekening is daarom gecorrigeerd voor de effecten van de marktwaardering die corporaties conform de richtlijnen voor jaarverslaggeving doorvoerden bij agioleningen en 'embedded' derivaten. Na deze correctie blijken de rentelasten in 2014 licht gedaald voor de sector en sluiten ze goed aan bij de kascijfers.

2.2.7 *Belastingen resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening*

Het hoge positieve resultaat bij de belastingen uit gewone bedrijfsvoering wordt veroorzaakt doordat corporaties de actieve belastinglatentie op de balans verhoogden. Het wijst dus niet op feitelijke terugbetalingen door de fiscus. De hogere actieve belastinglatentie biedt de corporaties fiscale verrekeningsmogelijkheden in de komende jaren. In hoeverre ze hiermee hun toekomstige belastingdruk ook echt kunnen verlagen, is onzeker. De groei van de actieve belastinglatentie is mede mogelijk door de daling van de leegwaarde van het vastgoed in eerdere jaren. Als de leegwaarde in de toekomst verder stijgt, daalt de actieve belastinglatentie en stijgt de te betalen vennootschapsbelasting.

Tabel 12 Belastingen resultaat uit gewone bedrijfsuitoefening (x € 1 miljoen)

	volkshuisvestelijk		markt	
	2013	2014	2013	2014
Belastingen resultaat uit gewonen bedrijfsuitoefening	32	539	32	539

3 Balans 2014

Het eigen vermogen en de solvabiliteit laten in 2014 een gestage groei zien. Na de sterke groei van het volkshuisvestelijk vermogen in 2013 vindt er in 2014 een normalisering plaats. Bij de duiding van de omvang van het eigen vermogen op basis van marktwaarde (in de DAEB-tak) is het van essentieel belang het niet marktconform gedrag bij de uitvoering van de publieke taak een plaats te geven. Het direct rendement op marktwaarde en het in beeld brengen van het deel van het eigen vermogen dat is beklemd door de publieke taakuitoefening, kunnen hierbij een belangrijke schakel vormen.
De kwaliteit van de portefeuille roept op dit moment geen grote zorg op met betrekking tot de toekomstige verdiencapaciteit.
De huur/leegwaarde (DAEB) ratio is in de afgelopen jaren sterk toegenomen. Dit geeft aan dat het verschil tussen de markthuren en de vraaghuren van corporaties kleiner wordt.

De nominale omvang van de langlopende schulden (overheid en kredietinstellingen) is gedaald met € 1,5 miljard. Dit is in de sector niet eerder voorgekomen. De ongeborgde schuld neemt absoluut en relatief af, terwijl de waarde van het niet-DAEB sterk toeneemt. Het beleid van WSW dat corporaties eigen middelen kunnen inzetten voor de aflossing van ongeborgde niet-DAEB leningen dient in dit verband tegen het licht te worden gehouden.

Door de sterkere focus op de kernactiviteiten en de rationaliseringen in de exploitatie wordt het maatschappelijk gebonden vermogen beter beschermd. De verliezen op commerciële activiteiten nemen af. Het direct rendement op niet-DAEB bezit behoeft nog wel verbetering.
De nieuwe Woningwet en de herijking van het huurbeleid verkleinen de beleidsruimte voor corporaties. Risico's in ramingen worden hierdoor kleiner. De ruimte voor corporaties om bij te sturen in geval van tegenvallers is echter ook beperkter.

De impact van de heroverweging van het rijksbeleid met betrekking tot de huurtoeslag en de verhuurderheffing is groot voor corporaties. Omdat de ruimte om bij te sturen kleiner wordt is het daarom meer dan ooit belangrijk dat in beleidsontwikkeling veel aandacht wordt besteed aan effectanalyse en aan tijdige communicatie van de beleidsveranderingen. Corporaties moeten tijd en ruimte hebben om de gevolgen in hun eigen beleidscyclus te vertalen.

3.1 Volkshuisvestelijke en marktwaardebalans

Tabel 13 laat de ontwikkeling van de balanscijfers 2012-2014 zien vanuit het perspectief van zowel de grondslag volkshuisvestelijke exploitatiewaarde als marktwaarde in verhuurde staat.

Twee balans perspectieven
De volkshuisvestelijke (VHV) balans is gebaseerd op de grondslag volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Deze waarde is de uitdrukking van de op het beleid van de corporatie gebaseerde verhuurexploitatiekasstromen (huur, onderhoud en beheer). De marktwaardebalans is een weerspiegeling van de marktwaarde in verhuurde staat. Dit is de waarde die in de markt voor het vastgoed tot stand kan komen. Het verschil tussen beide waarden wordt verklaard door: een meer marktconforme exploitatie dan bij corporaties gebruikelijk en

realiseerbaar is voor de doelgroepen van beleid en het meenemen van de leegwaarde van de woning in de waardering wanneer deze vrijkomt. Door verschillen in uitgangspunten en berekeningswijze is het verschil van ruim € 100 miljard tussen beide waarden, niet zonder meer te duiden als de maatschappelijke inzet van corporaties. De functie van de discontering is een kenmerkend voorbeeld in deze. Bij marktwaardering is deze een uitdrukking van risico, terwijl bij de VHV exploitatiewaarde het een weergave is van de lange termijn inschatting van de rente op geborgd geld. Ook de benaderingswijzen van respectievelijk de eindwaarde (bij marktwaardering) en restwaarde (bij VHV exploitatiewaarde) zijn onvergelijkbaar. Het verschil tussen de marktconforme- en de beleidskasstromen (van corporaties) leent zich beter voor een analyse van de maatschappelijke inzet van corporaties. De beleidskasstromen dienen hierbij overigens ook op doelmatigheid en efficiency te worden onderzocht.

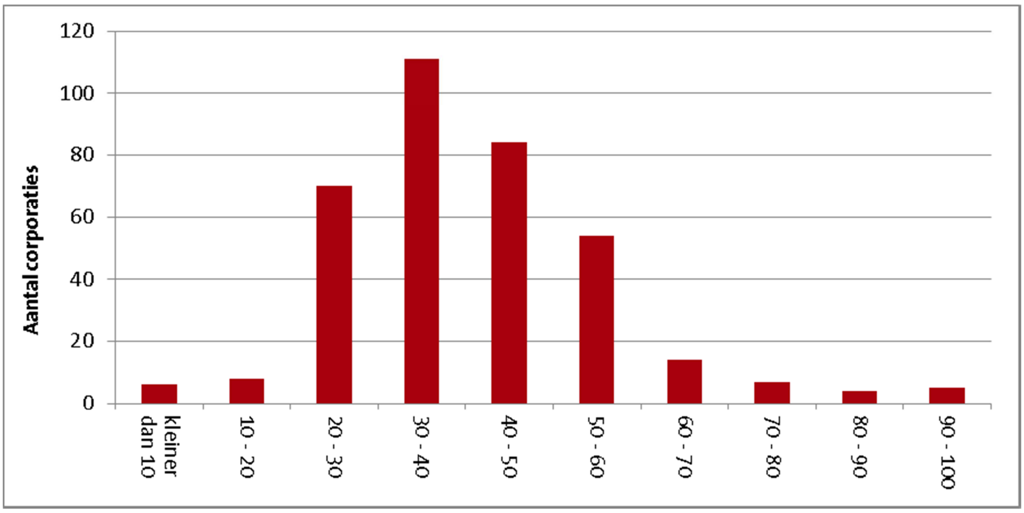
Tabel 13 Balans (x € 1 miljoen)

	Volkshuisvestelijke balans			Marktwaarde balans		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Activa						
Materiële vaste activa	**120.069**	**132.194**	**131.304**	**229.959**	**231.692**	**233.884**
Immateriële vaste activa		23	23	23	23	23
Onroerende zaken in exploitatie totaal	108.946	122.744	121.762	219.113	222.242	224.343
Onroerende zaken in exploitatie DAEB	95.095	106.168	104.540	205.268	205.352	206.006
Onroerende zaken in exploitatie niet-DAEB	13.851	16.576	17.222	13.845	16.890	18.337
Onroerende zaken in ontwikkeling	4.030	2.107	1.830	3.615	2.107	1.830
Onroerende en roerende zaken ten dienste van de exploitatie	1.586	1.520	1.408	1.586	1.520	1.408
Onroerende zaken verkocht onder voorwaarden	5.507	5.800	6.281	5.622	5.800	6.281
Financiële vaste activa	**2.419**	**4.050**	**4.367**	**3.799**	**4.282**	**4.715**
Deelnemingen	787	1.253	1.068	1.604	1.485	1.416
Overige financiële vaste activa	1.633	2.797	3.300	2.194	2.797	3.300
Lening u/g vanuit DAEB aan niet DAEB						
Vlottende activa	**7.015**	**6.529**	**5.809**	**7.015**	**6.528**	**5.809**
TOTAAL ACTIVA	**129.503**	**142.773**	**141.480**	**240.773**	**242.504**	**244.409**
Passiva						
Eigen vermogen	**32.439**	**45.256**	**46.642**	**137.359**	**139.082**	**141.632**
Voorzieningen	**2.039**	**2.585**	**2.418**	**2.824**	**2.585**	**2.418**
Langlopende schulden	**85.118**	**86.491**	**86.552**	**90.684**	**92.396**	**94.491**
Leningen overheid en kredietinstellingen	78.319	79.876	79.971	83.885	85.781	88.196
lening o/g aan niet DAEB vanuit DAEB						
Overige schulden en waarborgsommen	1.198	773	278	1.198	773	
Verplichtingen voor onroerende zaken verkocht onder voorwaarden	5.600	5.842	6.296	5.600	5.842	6.296

Kortlopende schulden	**9.906**	**8.441**	**5.868**	**9.906**	**8.441**	**5.868**
TOTAAL PASSIVA	**129.503**	**142.773**	**141.480**	**240.773**	**242.504**	**244.409**
solvabiliteit	**25,0%**	**31,7%**	**33,0%**	**57,0%**	**57,4%**	**57,9%**

3.1.1 *Gestage groei eigen vermogen en solvabiliteit*

Het eigen vermogen en de solvabiliteit hebben zich in vergelijking met 2013 verder verbeterd. Nominaal is het eigen vermogen tegen marktwaarde met ruim € 2,5 miljard toegenomen tegen bijna € 1,4 miljard op basis van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. Door het grote verschil in balanstotalen is de solvabiliteit in de volkshuisvestelijke balans 0,8% meer gegroeid. De belangrijkste dragers van deze positieve ontwikkeling zijn het positieve (directe) resultaat op de vastgoedexploitatie na rente en het resultaat op verkoop. Als gevolg van de waardeveranderingen van de vastgoedportefeuille stijgt de waarde in de marktbalans en daalt deze in de volkshuisvestelijke balans. Op sectorniveau is er sprake van een solide financiële positie. Ten opzichte van de voor de sector door de Aw gehanteerde buffereis van 25%, bij waardering tegen de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde, bestaat er nu een marge van 8%. Het overgrote deel van de corporaties heeft een solvabiliteit die ligt tussen de 20% en de 60%. Een kleine groep scoort matig (tussen 10% en 20%) of slecht (minder dan 10%). De corporaties in deze groep staan grotendeels onder verscherpt toezicht of sanering. Enkele corporaties met een matige solvabiliteit staan niet onder verscherpt toezicht omdat zij in de prognoseperiode voldoende verbetering laten zien en er tevens voldoende vertrouwen is in de kwaliteit van de ramingen.

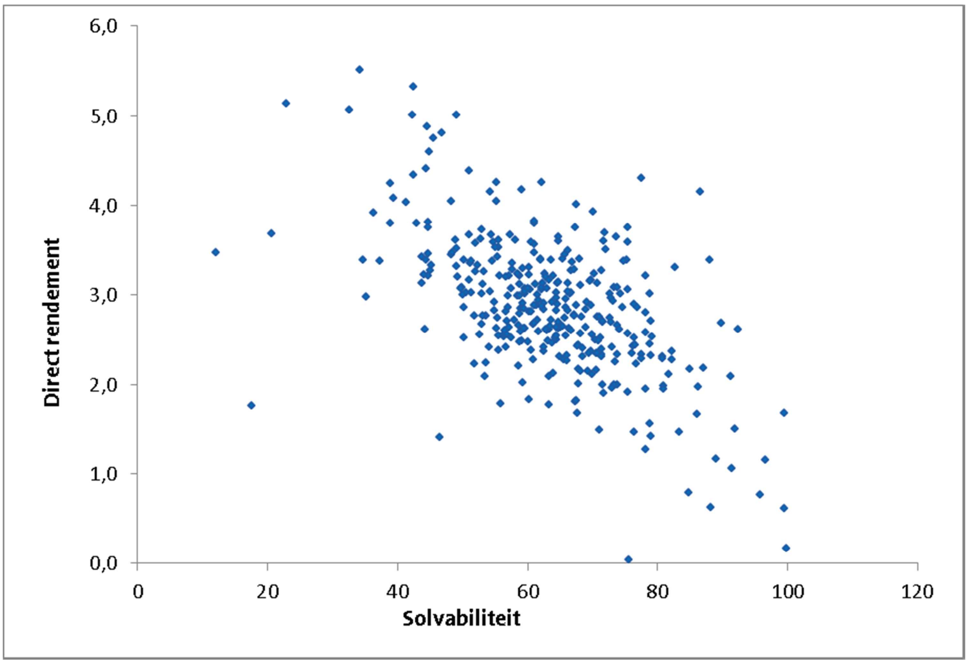


Figuur 11 Spreiding percentage solvabiliteit VHV

Bij de duiding van de nominale omvang van het eigen vermogen tegen marktwaarde van € 141,6 miljard (en een solvabiliteit van 58%) dient rekening te worden gehouden met het feit dat de beleidskasstromen van de corporaties (met name bij DAEB-bezit) grote verschillen laat zien met de marktconforme kasstromen die ten grondslag liggen aan de bepaling van de marktwaarde in verhuurde staat. Het verschil in het direct rendement op het vastgoed in exploitatie (en daarmee ook op het eigen vermogen) tussen de markt- en de corporatiesector, vormt de verbindende schakel bij het in context kunnen plaatsen van de hoogte van het eigen vermogen en de solvabiliteit. De consequentie van een structureel laag directe rendement is dat de ondergrens voor de solvabiliteit hoger moet zijn dan gangbaar in de marktsector. De feitelijke spreiding tussen corporaties in direct rendement is

ook een factor waar bij het formuleren van een ondergrens aandacht voor moet zijn.

De feitelijke kasstromen en kasratio's hebben tot gevolg gehad dat de schuld die corporaties 'aankunnen' sterk correleert met het direct rendement dat zij op marktwaarde in verhuurde staat realiseren. Met andere woorden hoe hoger (meer marktconform) het direct rendement hoe lager de solvabiliteit die als ondergrens acceptabel is (grens in de markt is de uiteindelijke ondergrens). Of spiegelbeeldig bij lage directe rendementen is een relatief hoge solvabiliteit op basis van marktwaarde noodzakelijk. Onderstaande grafiek geeft de spreiding weer tussen corporaties in de relatie tussen direct rendement op vastgoed en de solvabiliteit (uitgaande van marktwaarde in verhuurde staat).

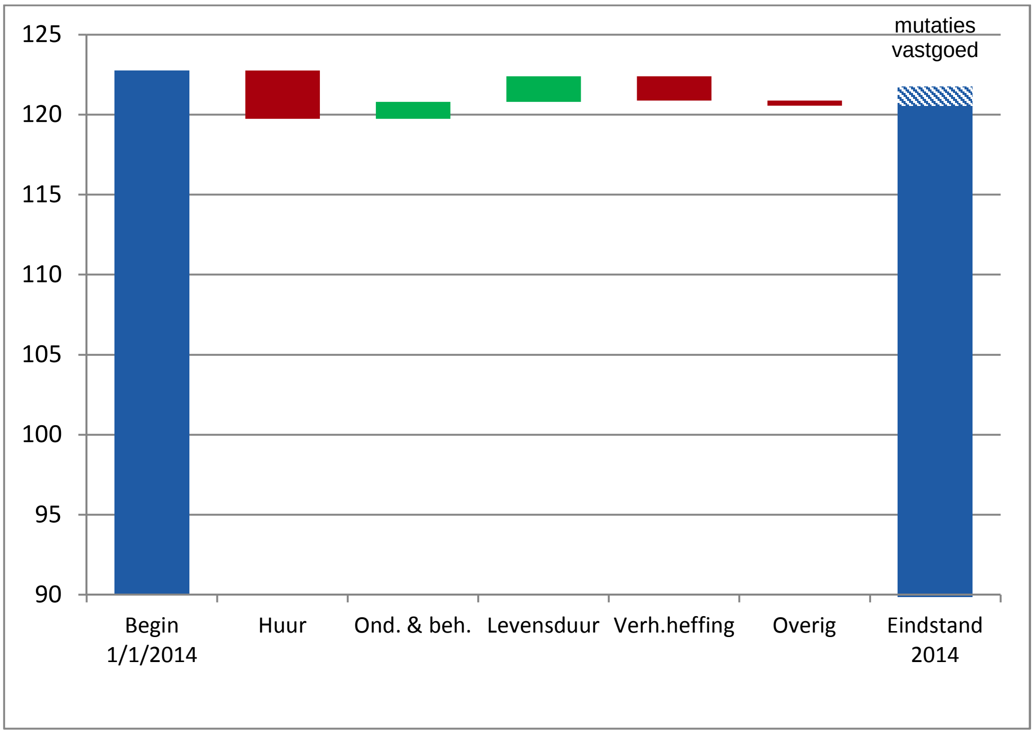


Figuur 12 Spreiding solvabiliteit en direct rendement tegen marktwaarde

3.1.2 *Waardeontwikkeling van het vastgoed in exploitatie*

Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde

De volkshuisvestelijke exploitatiewaarde geeft de contante waarde weer van de door de corporatie over de verhuurexploitatie tot einde levensduur ingerekende kasstromen (huur, onderhoud en beheerkosten inclusief de verhuurderheffing). Het geeft in feite de toekomstige verdiencapaciteit van het bezit uitgaande van verhuur weer. De ontwikkeling van deze waarde is de resultante van aanpassingen in de schatting van de kasstromen tot en met het einde van de economische levensduur en de voorraadmutaties die in 2014 plaats hebben gevonden(nieuwbouw, verkoop, woningverbetering, sloop en aankoop).



Figuur 13 Ontwikkeling onroerende zaken in exploitatie (x 1 € miljard)

In vergelijking met de waarde ultimo 2013, heeft de aanpassing van de verwachte huurstijgingen een neerwaarts waarde-effect gehad. De ramingen voor de onderhoud- en beheerkosten en de levensduur hebben een compenserend positief effect opgeleverd. De inschatting van de contante waarde van de verhuurderheffing heeft een negatief waarde-effect van -/- € 2,2 miljard. De contante waarde van de verhuurderheffing als onderdeel van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is hiermee toegenomen tot -/-€ 24,4 miljard (2013: -/-€ 21,0 miljard en 2012: -/-€ 18,4 miljard). De toename van de verhuurderheffing komt naast het prijseffect van € 2,2 miljard ook door de groei van de levensduur. Het waarde-effect als gevolg van de voorraadmutaties van € 1,2 miljard heeft op zich zelf geen effect op het resultaat. Samengevat leidt waarde-ontwikkeling tot de volgende verloopstaat.

Tabel 14 Ontwikkeling volkshuisvestelijke exploitatiewaarde 2014 (x 1 € miljoen)

Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde begin	122.744	
Voorraadmutaties		**1.203**
Autonome ontwikkeling		-490
Parameter en niveauwijzigingen		-1.695
Mutatie in waarde		**-2.185**
Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde exploita-tiewaarde eind	121.762	

Het totaal van de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde ultimo 2014 omvat 86,1% van het balanstotaal (in 2012 nog 84,1%). Het belang van deze post en de sterkere focus op de kernactiviteit verhuur van bezit spreken hieruit. De vraag is of de kwaliteit van het bezit in exploitatie de geraamde verdiencapaciteit voldoende rechtvaardigt. Uit het oogpunt van risico is het van essentieel belang te kunnen inschatten of de geraamde verhuurexploitatiekasstromen daadwerkelijk kunnen worden gerealiseerd zodat de betaling van rente- en aflossing kan plaatsvinden dan wel er ruimte is voor investeringen zodat ook op termijn de kwaliteit en

verdiencapaciteit op peil blijven en in balans met het schuldenniveau.

Box 4 Kwaliteit van de vastgoedportefeuille in exploitatie

Kwaliteit in relatie tot (de instandhouding van) de verdiencapaciteit kan vanuit verschillende dimensies worden bezien. Hierbij kan worden gedacht aan:

- de ontwikkeling van de economische levensduur;
- de vernieuwing in de portefeuille als gevolg van de programmering (nieuwbouw, verkoop, sloop, verbetering en aankoop);
- de opbouw naar bouwjaarklassen en typologie;
- de onderhoudsconditie en het energielabel van de portefeuille;
- de vraag naar het aanbod dat de portefeuille biedt.

De economische levensduur die corporaties jaarlijks opgeven van hun portefeuille is al jaren tamelijk constant en laat op basis van de prognosecijfers geen sterke terugloop zien.

Tabel 15 Economische levensduur

	2010	2011	2012	2013	2014
Economische levensduur	23,2	23,0	23,7	23,5	23,5

De Aw maakt jaarlijks een analyse van de correlatie tussen bouwjaarklassen en de economische levensduur van de portefeuille. Het patroon dat in de laatste jaren steeds markanter wordt is dat de bouwjaarklassen tot en met eind 80'-jaren nauwelijks meer discriminerend zijn. Met andere woorden bouwjaarklassen zijn steeds minder een voorspeller van de levensduur. Dit hangt samen met het feit dat in deze bouwjaarklassen één of zelfs meerdere investeringsingrepen hebben plaatsgevonden. Daarnaast zijn uit deze bouwjaarklassen door sloop en nieuwbouw de kwalitatief of markttechnisch mindere woningen onttrokken.

De verschillen, qua bouwjaarklasse, met de voorraad eigen woningen van zijn groot. In deze voorraad is meer dan 20% van de woningen van voor 1945. En slechts circa 7% is van na 2005. Naar bouwjaarklasse is de corporatievoorraad dus aanzienlijk jonger dan de voorraad eigen woningen. Ook naar typologie is het verschil groot. 83% van de eigen woningen betreft eengezinswoningen. Dit is het dubbele van het aandeel in de corporatiesector. De schattingen van de onderhouds-technische kwaliteit (Kwalitatieve Woning Registratie; KWR) van de Nederlandse woningvoorraad laten zien dat het corporatiebezit er beter voorstaat dan de voorraad eigen woningen en particuliere verhuur.

Tabel 16 Samenstelling van bezit (in % van de voorraad corporatiewoongelegenheden)

Samenstelling van het bezit (in % van de voorraad corporatiewoongelegenheden)	2010	2014
Eengezinswoningen	42,8	41,1
Meergezinsetagebouw zonder lift t/m 4 lagen	27,0	25,9
Meergezinsetagebouw met lift	13,4	14,9
Hoogbouw	11,0	11,7
Onzelfstandig overige wooneenheden	5,9	6,4
Bouwperiode tot 1945	8,3	7,8
Bouwperiode 1945-1959	13,9	13,0
Bouwperiode 1960-1969	17,4	16,5
Bouwperiode 1970-1979	18,7	17,7
Bouwperiode 1980-1989	20,9	20,4
Bouwperiode 1990-1999	10,8	10,8
Bouwperiode 2000-2009	10,0	8,6
Bouwperiode 2010 en later		5,3

De realisatie van de (des)investeringsprogramma's heeft tot gevolg dat de voorraad

verandert. De typologie verschuift geleidelijk naar een groter aandeel eenheden (inclusief onzelfstandig) met lift. Het aandeel in de onderscheiden bouwperioden verschuift geleidelijk naar meer recente perioden.

Het energielabel is voor 95% van het bezit opgegeven. De gemiddelde uitkomst ligt tussen een C- en D label. Van het bezit waarvan de conditiescore is opgegeven (40%) is de uitkomst gemiddeld 2,1. Dit is een redelijk goede score voor de 40% van het bezit waar de score betrekking op heeft. In hoeverre dit representatief is voor de hele voorraad is nog niet aan te geven. Het is van groot belang dat de opgaven zo snel als mogelijk een 100% dekking krijgen.

De onderstaande realisatiecijfers vormen de dragers van bovenstaande trends. De sector blijft al jarenlang qua omvang vrijwel onveranderd.

Tabel 17 Mutaties in vastgoedportefeuille

	2010	2011	2012	2013	2014
Aantal huurwoongelegenheden per 1 januari	**2.411.200**	**2415000**	**2.414.604**	**2.420.156**	**2.422.354**
Nieuwbouw	28.700	28600	26.300	29.930	17.247
Aankoop (alleen van buiten de sector)	2.200	2800	1.486	833	1.351
Verkoop (alleen aan buiten de sector)	15.500	18100	14.791	16.680	22.905
waarvan					
Verkoop aan particuliere huishoudens	15.100	14300	13.946	14.650	16.971
Verkoop aan beleggers en overigen	400	3800	845	2.029	5.934
Sloop	13.100	11900	10.528	9.753	9.714
Overige mutaties	100	-3000	1.033	-328	1.123
Aantal huurwoongelegenheden per 31 december	**2.413.400**	**2414300**	**2.418.104**	**2.422.496**	**2.408.011**
Verbeteringen boven € 20.000,-	21.400	18800	21.900	17.670	14.775
Investeringskasstroom woningverbetering € 1 miljard	1,3	1,3	1,5	1,4	1,5

De vraag naar het corporatie-aanbod (match van prijs en kwaliteit) blijft ondanks het forse huurprijsbeleid van de afgelopen jaren onveranderd groot en neemt toe. De dervingcijfers en de huurachterstandscijfers blijven nog steeds relatief laag en differentiëren niet veel naar de sterkte of zwakte van woningmarktgebieden.

De analyse in box 4 leert dat er vooralsnog geen indicaties zijn dat de realisatie van de ingeschatte verdiencapaciteit grote risico's met zich meebrengt. Daarnaast laten de cijfers uit de afgelopen jaren zien dat met voldoende investeringen in de portefeuille, het mogelijk moet zijn om de huidige ingeschatte verdiencapaciteit de komende jaren in stand te houden, ondanks de autonoom optredende veroudering in de portefeuille. De meest recente meerjarenbegroting (2015-2019), biedt hiervoor voldoende fundament. In de meerjarenverkenning wordt als apart scenario "extra investeringen voor kwaliteit en duurzaamheid" verkend.

De risico's die samenhangen met de maatvoering in het domein huren: mogelijke aanpassingen in de huurtoeslagregeling en de verhuurderheffing en de mogelijke effecten op de huurramingen voor het DAEB-bezit zijn in dit verband niet meegenomen[8].

[8] In paragraaf 3.4.2 komt dit risico aan bod.

Door verschillen in waarderingsgrondslagen zijn de corporatiecijfers niet zonder meer bruikbaar voor de individuele beoordeling en voor sectoranalyses. De uniformering van data en de wijze waarop marktwaarde in verhuurde staat wordt bepaald, wordt in onderstaande box nader toegelicht. De opgegeven bedrijfswaarde wordt met -/- € 12,9 miljard neerwaarts bijgesteld t.o.v. -/- € 12,2 miljard in 2013.

Uniformering data en verschillen tussen Volkshuisvestelijke (VHV)- en Marktbalans
De Aw uniformeert drie balansposten van de verantwoordingsgegevens van corporaties (dVi) om te komen tot de VHV-balans. De creatie van de marktwaardebalans behoeft slechts één correctie. De balansposten die het betreft zijn:

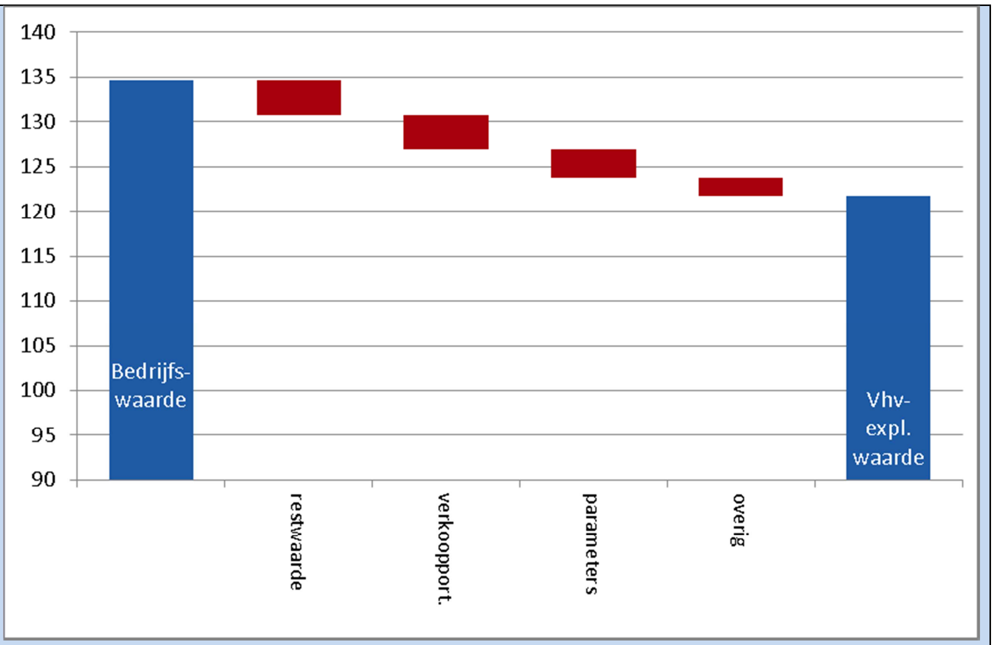
- Materiele vaste activa in exploitatie. In de VHV balans wordt hierbij de VHV exploitatiewaarde gebruikt en in de marktwaardebalans de marktwaarde in verhuurde staat. De laatste waarde is afgeleid van de waarden en ratio's die ontleend zijn aan de corporaties die al op marktwaarde waarderen voor zowel het DAEB- als het niet-DAEB bezit. Dit betreft 43 corporaties met in totaal circa 38% van het bezit in de sector.
- De waardering van deelnemingen met vastgoed in exploitatie wordt aangepast voor de VHV balans. De waarde is na aanpassing gebaseerd op de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde.
- De leningen overheid en kredietinstellingen worden voor de VHV balans gebaseerd op de zogenaamde rentabiliteitswaarde. Dit heeft ook tot gevolg dat de marktwaardering voor de zogenaamde 'doorzakleningen' en embedded derivaten wordt gecorrigeerd. Er kan niet tegelijkertijd deels marktwaardering en deels waardering tegen rentabiliteitswaarde plaatsvinden.

De uniformering van de balansposten deelnemingen en leningen overheid en kredietinstellingen wordt bij de verdere toelichting op de balans toegelicht.

Uniformering materiele vaste activa in exploitatie
De Aw uniformeert de door corporaties opgegeven bedrijfswaarde voor zover deze niet op vergelijkbare uitgangspunten is gebaseerd, om te komen tot de waarderingsgrondslag volkshuisvestelijke exploitatiewaarde. De door corporaties opgegeven bedrijfswaarde bedroeg in 2014 € 134,6 miljard. De Aw heeft de opgegeven bedrijfswaarde neerwaarts bijgesteld met - € 12,9 miljard (2013: - € 12,2 miljard).

De grootste verschillen tussen de opgegeven bedrijfswaarde en de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde ontstaan door correcties op de in de bedrijfswaarde opgenomen: verkoopportefeuille (€3,9 miljard), restwaarde (€ 3,8 miljard) en parameters (€ 3,1 miljard).

- De aanpassing verkoopportefeuille heeft betrekking op de correctie van de uitpondwaarde van de te verkopen woningen naar de gemiddelde verhuurwaarde.
- Onder restwaarde verstaat de Aw de waarde aan het eind van de exploitatieperiode, rekening houdend met de taakopdracht van de corporatie: "het in de DAEB-sfeer verhuren van bezit".
- De derde post komt voort uit de uniformering van de opgegeven parameters naar generiek gehanteerde waarden en de correctie voor een eventueel te sterke (boven-inflatoire) stijging van de huren.



Figuur 14 Uniformering bedrijfswaarde 2015 (x € 1 miljard)

Marktwaarde in verhuurde staat
De marktwaarde in verhuurde staat is in 2014 met € 2,1 miljard toegenomen. Het aandeel in het balanstotaal is in twee jaar tijd toegenomen van 91,0% naar 91,8%. Het belang van de niet-DAEB portefeuille in het totaal is in dezelfde periode gegroeid met € 4,5 miljard tot € 18,3 miljard.

Tabel 18 Verdeling marktwaarde DAEB en niet-DAEB (x € mrd.)

	marktwaarde verhuurde staat		
	2012	2013	2014
Portefeuille Daeb	205,3	205,3	206,0
Portefeuille niet-Daeb	13,8	16,9	18,3
Totale porte-feuille	219,1	222,2	224,3

De waardeontwikkeling is onderstaand onderscheiden naar voorraadeffecten en waarde mutaties. Het saldo van de voorraadmutaties is aanzienlijk lager dan in de VHV balans. Dit hangt samen met het feit dat de waarde onttrekking als gevolg van verkoop bij waardering tegen marktwaarde veel hoger is dan bij waardering tegen de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde.

Tabel 19 Ontwikkeling marktwaarde in verhuurde staat 2014 (x € mln.)

Marktwaarde begin	**222.422**
Voorraadmutaties	423
Mutatie in waarde	1.678
Marktwaarde eind	**224.343**

Belangrijke bouwstenen bij de bepaling van de marktwaarde in verhuurde staat
De leegwaarde, de feitelijke huren (de huren die de huurders contractueel verplicht zijn te betalen) en de markthuren vormen belangrijke bouwstenen bij de bepaling van de marktwaarde in verhuurde staat. De ontwikkeling van het aantal eenheden in de portefeuille DAEB en niet-DAEB is mede bepalend voor de waarde per deelportefeuille. Voor de zelfstandige huurwoningen is onderstaand een overzicht opgenomen van de ontwikkeling van deze getallen in de periode 2012-2014. Wat opvalt is dat de feitelijke huren sterk zijn toegenomen als percentage van de leegwaarde bij DAEB-huurwoningen. De huur-leegwaardeverhouding is in twee jaar tijd gegroeid van 3,8% naar 4,3%. De kloof met de markthuren is hierdoor kleiner geworden. Dit heeft er mede toe geleid dat de verhouding tussen de marktwaarde en de leegwaarde in deze periode gemiddeld is gegroeid van 64,1% naar 67,5%, ondanks de introductie van de verhuurderheffing.

Tabel 20 Leegwaarde, contracthuren en markthuur per jaar

	ultimo 2012		ultimo 2013		ultimo 2014	
	DAEB	niet-DAEB	DAEB	niet-DAEB	DAEB	niet-DAEB
Leegwaarde	139.194	200.860	134.522	196.522	134.000	196.100
Contracthuren	437	809	458	764	484	782
Huur als % leeg-waarde	3,8%	4,8%	4,1%	4,7%	4,3%	4,8%
Aantal eenheden	2.195.054	67.637	2.177.856	86.818	2.150.604	97.882

3.1.3 *Omvang langlopende schulden daalt*

De nominale schulden bij overheid en kredietinstellingen op balansdatum zijn in tabel 22 weergegeven. De cijfers laten in 2014 een daling van € 1,5 miljard zien. Hiermee is de jarenlange groei van de lange lopende schulden een halt toegeroepen. Dit is de resultante van de verbetering van het operationeel resultaat (in 2013 al zichtbaar) in combinatie met het meer in balans krijgen van de investerings- en de desinvesteringskasstroom (investeringsuitgaven vanwege opgeleverde en in uitvoering zijnde projecten lopen terug in vergelijking tot voorgaande jaren). De kasstroom uit financieringsactiviteiten (het saldo van afgeloste en nieuw aangegane leningen) sluit vrijwel aan bij de mutatie in tabel 22.

Tabel 21 Kasstroomoverzicht toegelaten instellingen (in € 1 mln)

	Verslagjaar	Vorig verslagjaar
Kasstroom uit operationele activiteiten	2.685	3.162
Kasstroom uit (des)investeringen	-1.297	-3.018
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	-1.405	527

De rentabiliteitswaardecorrectie is in vergelijking met 2013 nog iets toegenomen ondanks de daling van de nominale waarde. Dit geeft aan dat de gemiddelde rente in de portefeuille verder is gedaald. Echter door de sterkere daling van de marktrente op balansdatum is de marktwaarde van de leningen met € 18,3 miljard toegenomen ondanks de daling van de nominale omvang met € 1,5 miljard. De marktwaarde van de leningen is met name relevant bij corporaties met slechte kasratio's en een matige solvabiliteit en LTV. Indien een matige financiële positie aanleiding geeft tot herstructurering in de vastgoed- en de leningenportefeuille

levert dit extra complicaties op. Verkoop van leningen kan dan alleen tegen een hoge prijs. Dit bemoeilijkt herstel- of saneringsacties, die daardoor een andere tijdhorizon kunnen krijgen.

Tabel 22 Overzicht waardering langlopende schulden overheid en kredietinstellingen, incl. deel dat onder kortlopend is opgenomen (x € 1 miljard)

	2012	2013	2014	mutatie
Nominale waarde	88,3	88,9	87,4	-1,5
Rentabiliteitswaarde	82,7	83,0	81,4	-1,6
Rentabiliteitswaarde correctie	-5,6	-5,9	-6,0	-0,1
Marktwaarde	107,1	99,4	117,7	18,3
Rentabiliteitswaarde correctie markt-waarde	18,8	10,5	30,3	19,8

Bovenstaande waarden in combinatie met de vastgoedwaarden levert de LTV's op, zoals in tabel 23 weergegeven. 2014 laat voor alle ratio's een dalende trend zien.

Tabel 23 Loan to value (in %)

	2011	2012	2013	2014
Nominale waarde langlopende schulden/Leegwaarde	24,4	26,3	27,2	26,9
Nominale waarde langlopende schul-den/Marktwaarde	35,1	40,3	40,0	39,0
Rentabiliteitswaarde langlopende schul-den/Volkshuisvestelijke exploitatiewaarde	75,1	76,0	67,6	66,9

Het totaal van de lange en korte schulden verschilt € 7,9 miljard tussen de VHV-balans en de marktbalans, zie tabel 24. De waardering tegen rentabiliteitswaarde maakt dat de marktwaarde vanwege 'doorzakleningen' en de embedded derivaten in de VHV- balans niet wordt meegenomen teneinde 'dubbeltellingen' te voorkomen. Tenslotte is in de VHV-balans een achtergestelde lening als onderdeel van het VHV vermogen meegenomen.

Tabel 24 Verschil LLS en KLS tussen markt- en VHV-balans

Rentabiliteitswaardecorrectie	6,0
Achtergestelde leningen	0,2
Agio doorzakleningen	0,9
Embedded derivaten	0,8
totaal verschil	**7,9**

Een groter deel van de leningen is in de balans 2014 onder leningen overheid- en kredietinstellingen opgenomen dan in 2013. Circa € 1,4 is onder kortlopend verantwoord (in 2013 nog circa € 3,0 miljard).

Verkoop onder voorwaarden (VoV)

De verplichtingen voor onroerende zaken verkocht onder voorwaarden zijn in 2014 verder toegenomen met € 450 miljoen tot € 6,3 miljard. De activa waarde VOV is overigens vrijwel gelijk. Dit betekent dat de waardedaling is gestopt. Bij een voortdurende waardedaling wordt het verschil tussen de schulden VOV en de activawaarde VOV groter. Dat is nu dus niet aan de orde. Het gaat ondertussen om 50.501 woningen. Daarnaast zijn er 965 eenheden teruggekochte VOV eenheden nog niet doorverkocht (voor € 113,6 miljoen gewaardeerd onder voorraden).

3.1.4 *Aandeel andere balansposten in balanstotaal neemt verder af*

Materiele vaste activa in ontwikkeling en voorziening onrendabele investeringen herstructurering
De balansposten materiele vaste activa in ontwikkeling en de voorziening herstructurering geven een indicatie van de omvang van de projecten waar al verplichtingen dan wel uitgaven op zijn verantwoord. In combinatie met de reeds gedane afboekingen wordt het beeld nog scherper. Exclusief afboekingen zijn de twee balansposten in twee jaar tijd met € 0,7 miljard gedaald tot € 2,9 miljard. Inclusief de afboekingen is de teruggang nog groter € 2,1 miljard. Dit wordt veroorzaakt door de sterke terugloop van de afboekingen op nog op te leveren investeringen: van € 4,1 miljard in 2012 naar € 2,7 miljard in 2014.

Financiële vaste activa
De balanspost financiële vaste activa is in de marktbalans (in VHV-balans vindt nog een correctie plaats vanwege de waarde van de deelnemingen) sterk gegroeid. Van € 3,8 miljard in 2012 naar € 4,7 miljard in 2014. De belangrijkste oorzaak voor deze toename is de post actieve belastinglatentie. Deze is met € 900 miljoen gegroeid naar € 2,0 miljard. In hoeverre deze post daadwerkelijk kan worden gerealiseerd door middel van de inzet van verrekenbare verliezen bij de toekomstige aangifte Vennootschapsbelasting is zeer de vraag.

Voorraden
Het volume dat is gemoeid met voorraden wegens koopwoningen (nieuwbouw: gereed, in ontwikkeling of onderhanden; bestaande voorraad lege te koop staande eenheden) in de toegelaten instelling laat een daling zien van circa € 350 miljoen in twee jaar tijd naar ruim € 800 miljoen.

Vorderingen
De post vorderingen laat nog een grotere teruggang zien: van € 2,6 miljard in 2012 naar € 1,8 miljard in 2014.

Liquide middelen
De omvang van de liquide middelen is tamelijk constant gebleven de afgelopen twee jaar. De balanspost schommelt rond de € 3 miljard. De post blijft relatief hoog doordat corporaties nog steeds bufferposities moeten aanhouden om het effect van rentedalingen op de derivatenportefeuille te kunnen opvangen.

3.2 Balansscheiding DAEB- en niet-DAEB bezit

De omvang van de niet-DAEB portefeuille neemt gestaag toe. In twee jaar tijd een groei van ruim 30% in waarde. Het eenmalige effect van de overheveling van DAEB-woningen naar de niet-DAEB tak op het moment van scheiden, is in deze cijfers nog niet zichtbaar. Het direct rendement op vastgoed laat voor DAEB en niet-DAEB sterk verschillende niveaus zien. De levensvatbaarheid van de niet-DAEB tak moet naar voren komen uit de mogelijkheid om zelfstandig (her) financiering op de kapitaalmarkt te kunnen aantrekken, zonder dat er moet worden teruggevallen op arrangementen voor de DAEB-tak (zekerheidsstructuur). Dit stelt eisen aan de kas- en de balansratio's. Hierbij dient er ook een evenwicht bewaard te blijven. Enerzijds moet er financiële druk in de niet-DAEB tak ontstaan om marktconform opereren te stimuleren en moet er niet te veel maatschappelijk kapitaal worden gealloceerd in de niet-DAEB tak. Anderzijds moet financiering op de kapitaalmarkt mogelijk blijven.

3.2.1 *De gescheiden balans*

De balansposten zijn in deze balans gescheiden op basis van de aard van de post of verdeelsleutels. De vermogensstructuur is hierbij de resultante van keuzes met betrekking tot de gewenste solvabiliteit in de niet-DAEB tak. De omvang van de zogenaamde interne lening en de kapitaalinbreng zijn hier een uitvloeisel van.

Uitgaande van een gemiddeld aangehouden solvabiliteitspercentage van 50%[9] voor niet-DAEB, ontstaat de verdeling tussen interne lening en de kapitaalinbreng. In de DAEB-tak komen deze posten terug in de balansposten deelnemingen en lening u/g. Het eigen vermogen van de DAEB-tak komt overeen met het eigen vermogen op basis van marktwaarde zoals deze hiervoor is uiteengezet. Immers de DAEB-tak is de 'eigenaar' van de niet-DAEB tak. Het maatschappelijk gebonden vermogen staat ter beschikking van de DAEB-tak. Echter vanwege de scheiding is een deel van dit vermogen gealloceerd in de niet-DAEB tak. Wat opvalt in de balans na scheiding/splitsing[10] is dat de commerciële financiering voor niet-DAEB bezit dat direct toerekenbaar is aan de niet-DAEB tak is afgenomen terwijl de omvang van de niet-DAEB portefeuille is toegenomen. Dit is het gevolg van de ruimte die het eigen middelen beleid biedt om netto-verkoopopbrengsten van DAEB-bezit aan te wenden voor de financiering van niet-DAEB activiteiten dan wel herfinanciering van ongeborgde financiering, in plaats van voor een inzet gericht op een vermindering van het volume van de geborgde leningen. Het gevolg is dat de omvang van de interne lening hierdoor groter wordt en de opgave om deze interne lening op termijn om te zetten in commerciële financiering toeneemt.
Onderstaand overzicht gebaseerd op de nominale schuld overheid en kredietinstellingen onderscheiden naar financiering DAEB (geborgd, gemeentelening of gemeentegarantie) en niet-DAEB, laat duidelijk zien dat het relatieve aandeel van de commerciële financiering in twee jaar tijd is gehalveerd.

Tabel 25 Loan to value op basis van marktwaarde (percentage)

	2012	2013	2014
LTV DAEB	42,9	42,9	41,8
LTV niet-DAEB	6,5	4,7	3,2

De vermogensstructuur in de niet-DAEB tak leunt sterk op de DAEB-tak. Voor € 11,8 miljard (8,3% van het totaal eigen vermogen) inbreng kapitaal en voor € 10,5 miljard (12,0% van de langlopende leningen in de balans) door het verstrekken van een (interne) lening. De eventuele extra overheveling van DAEB-bezit naar de niet-DAEB tak staat nog buiten deze cijfers.

De solvabiliteit in de DAEB-tak is vrijwel onafhankelijk van de vermogensverhoudingen in de niet-DAEB tak. De vermogensverhoudingen beïnvloeden overigens wel de allocatie van het maatschappelijk gebonden vermogen naar de DAEB- dan wel de niet-DAEB tak. Na scheiding komt de solvabiliteit in de DAEB-tak uit op 58,3%[11]. In hoeverre de solvabiliteit voldoende is hangt mede af van het direct rendement dat op het vastgoed wordt gemaakt en de renteopbrengst die de interne lening genereert. In paragraaf 3.2.2 wordt dit vraagstuk verder verkend.

[9] Bij de uitwerking van de kasratio's bij scheiding wordt aandacht besteed aan de normstelling in deze. Door de samenhang met andere ratio's zoals: ICR, DSCR en LTV kan er tussen corporaties differentiatie met betrekking tot de (start)solvabiliteit in de niet-DAEB tak ontstaan.
[10] Tabel 25. Bedrag aan commerciële financiering is gedaald van € 808 miljoen naar € 680 miljoen.
[11] Vanwege een lichte verkorting van de balans door het consolideren van de niet-DAEB tak 0,3% hoger dan in de TI-balans.

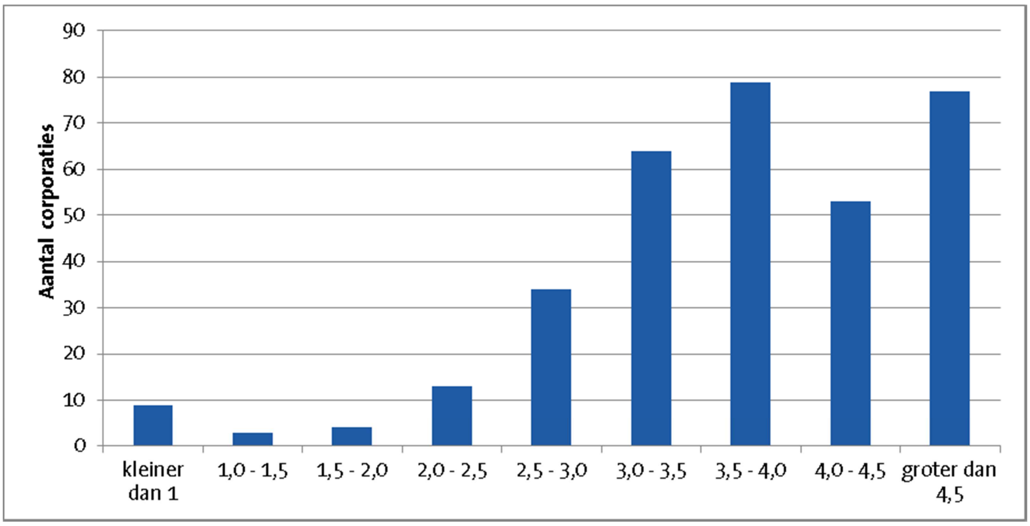
Tabel 26 Marktwaarde-balans na splitsing (x € 1 miljoen)

	Na splitsing		Na splitsing	
	DAEB 2013	DAEB 2014	niet-DAEB 2013	niet-DAEB 2014
Activa				
Materiële vaste activa	**214.345**	**215.223**	**17.347**	**18.662**
Immateriële vaste activa	0	0	23	23
Onroerende zaken in exploitatie totaal	205.352	206.006	0	18.337
Onroerende zaken in exploitatie DAEB	205.352	206.006	0	0
Onroerende zaken in exploitatie niet-DAEB	0	0	16.890	18.337
Onroerende zaken in ontwikkeling	1.791	1.644	316	186
Onroerende en roerende zaken ten dienste van de exploitatie	1.402	1.292	118	116
Onroerende zaken verkocht onder voorwaarden	5.800	6.281	0	0
Financiële vaste activa	**21.982**	**24.187**	**2.980**	**2.823**
Deelnemingen	12.504	11.811	1.485	1.416
Overige financiële vaste activa	1.302	1.892	1.495	1.407
Lening u/g vanuit DAEB aan niet DAEB	8.176	10.484	0	0
Vlottende activa	**4.122**	**3.673**	**2.407**	**2.137**
TOTAAL ACTIVA	**240.449**	**243.082**	**22.735**	**23.621**
Passiva				
Eigen vermogen	**139.082**	**141.632**	**12.504**	**11.811**
Voorzieningen	**2.254**	**2.032**	**331**	**385**
Langlopende schulden	**91.588**	**93.812**	**8.984**	**11.164**
Leningen overheid en kredietinstellingen	84.973	87.516	808	680
lening o/g aan niet DAEB vanuit DAEB	0	0	8.176	10.484
Overige schulden en waarborgsommen	773	0	0	0
Verplichtingen voor onroerende zaken verkocht onder voorwaarder	5.842	6.296	0	0
Kortlopende schulden	**7.525**	**5.606**	**915**	**261**
TOTAAL PASSIVA	**240.449**	**243.082**	**22.735**	**23.621**
solvabiliteit	**57,8%**	**58,3%**	**55,0%**	**50,0%**

3.2.2 *Direct rendement op marktwaarde*

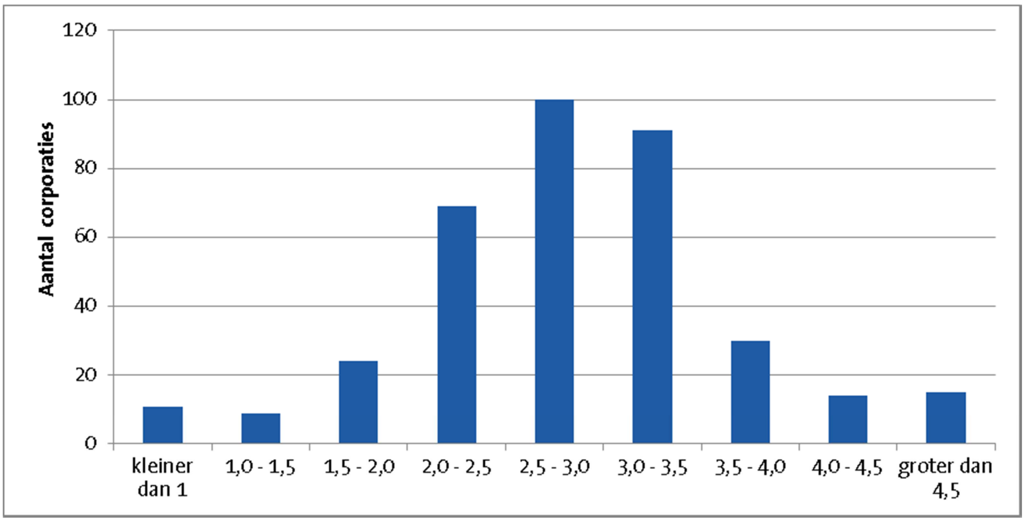
Het direct rendement op marktwaarde voor zowel niet DAEB- als DAEB-vastgoed geeft een beeld van de marktconformiteit van de huidige exploitatie van het vastgoed. De hoogte van het direct rendement is van invloed op de vermogensverhoudingen die een levensvatbare DAEB- dan wel niet-DAEB tak mogelijk maken. Een potentieel aanwezige optimalisering van de exploitatie kan in dit verband ook van belang zijn. Het direct rendement in de niet-DAEB tak komt uit op gemiddeld 3,8%. Op zichzelf aanzienlijk lager dan het direct rendement conform de IPD index op woningen (standing investments 2014) dat uitkwam op 4,7%. Het laatste is gebaseerd op cijfers die ontleend zijn aan de winst- en verliesrekening bij beleggers, waarbij een deel van de 'overhead' (bestuurs-staf) buiten de lasten wordt gehouden die meewegen in het rendement. Het corporatiecijfer is afgeleid van de gerealiseerde operationele kasstromen en van de door de corporaties opgegeven verdeelsleutel tussen DAEB- en niet-DAEB bezit. Het ligt niet voor de hand dat corporaties het niet-DAEB bezit te zwaar belasten. Dan bestaat immers eerder de kans dat DAEB-bezit een te hoog rendement maakt (overcompensatie). Grafiek 11 toont de spreiding van het direct rendement. 130 corporaties hebben een rendement dat redelijk in de buurt komt van het IPD-cijfer. Uit een nadere analyses

van de uitkomsten zijn geen verschillen waargenomen tussen grote en kleine corporaties. Vanuit het oogpunt van de bescherming van het maatschappelijk gebonden vermogen is marktconform handelen in de niet-DAEB tak uitgangspunt. Zeker bij de corporaties met een rendement dat lager is dan 3% roept dit vragen op. De slechte score kan verschillende oorzaken hebben: toerekening niet goed, kostenstructuur te hoog voor niet-DAEB, huurbeleid onvoldoende marktconform of markttechnische problemen (met name bij niet woongelegenheden te verwachten).



Figuur 15 Spreiding direct rendement op marktwaarde niet-DAEB vastgoed (in %)

De spreiding van het direct rendement bij DAEB-bezit concentreert zich bij de rendementen tussen de 2,0% en de 3,5% zie figuur 16. Bij niet-DAEB-bezit ligt de concentratie bij groter dan 3,0%, zie figuur 15. Het gemiddeld direct rendement bij DAEB-bezit komt uit op 2,8%. Circa 260 corporaties komen tussen de 2% en de 3,5% rendement uit. Slechts 15 corporaties hebben een direct rendement dat hoger ligt dan 4,5%. Bij de beoordeling of er mogelijk sprake is van overcompensatie is, dient ook de staatsteun op de financiering te worden betrokken. De Ministeriele regeling toegelaten instellingen volkshuisvesting biedt daar een duidelijke benadering voor. Na de formele introductie van marktwaarde zal deze toets in het toezicht formeel worden uitgevoerd. De directe rendementen op het vastgoed (DAEB en niet-DAEB tezamen) laten zien dat er slechts bij een beperkt aantal corporaties sprake is van een positieve hefboomwerking als gevolg van een lager direct rendement op het vreemd vermogen. Immers de rente van individuele corporaties zal met enige spreiding rondom de gemiddelde rentevoet in de sector van 4,08% uitkomen.

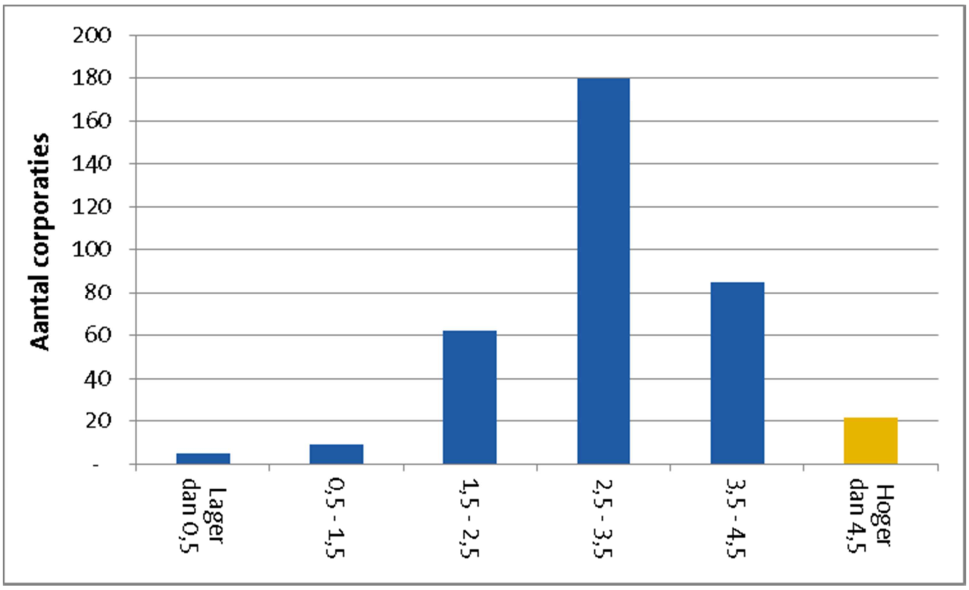


Figuur 16 Spreiding direct rendement op marktwaarde DAEB-vastgoed (in %)

3.2.3 *Vraagstuk overcompensatie speelt in beperkte mate*

Bij de bepaling van de overcompensatie moet het voordeel dat corporaties genieten vanwege het bestaan van de zekerheidsstructuur (lagere rente) worden betrokken in de berekening van het direct rendement. Dit voordeel[12] heeft als effect dat de grafiek licht opschuift naar rechts. De rendementen komen gemiddeld circa 0,3% hoger te liggen. De spreiding in dit effect hangt samen met de relatieve omvang van de geborgde schulden bij een corporatie. Het aantal corporaties dat op grond van deze cijfers boven IPD zou uitkomen bedraagt 17 met in totaal circa 8,6% van de portefeuille. Echter voordat er sprake is van overcompensatie dienen ook de volgende stappen in de procedure (die formeel met de jaarstukken 2016 in werking treedt) met negatief gevolg zijn doorlopen: toets op totaal rendement (dus inclusief het indirect rendement) en een laatste toets waarbij een corporatie aan de hand van een maatwerkverantwoording aannemelijk kan maken of er al dan niet sprake is van overcompensatie.

[12] In staatssteuntermen compensatie geheten.



Figuur 17 Spreiding direct rendement op DAEB-vastgoed inclusief overcompensatie

3.2.4 *Beklemming van het maatschappelijk gebonden vermogen*

Na de administratieve- of juridische scheiding is de omvang van de DAEB-tak een uitdrukking van de lokale dan wel regionale prestatie-afspraken. Het overleg met de stakeholders moet duidelijk maken wat de omvang van de DAEB-portefeuille na scheiding moet zijn om tegemoet te komen aan de opgave en de daarmee samenhangende prestatie-afspraken. De omvang van de DAEB-portefeuille zal na de scheiding naar verwachting vrij stabiel blijven. Het portefeuillebeleid zal ook in de toekomst tot kwalitatieve verbetering van het vastgoed moeten leiden, maar wel bij een relatief stabiele omvang van de portefeuille. Een van de kenmerken van de DAEB-portefeuille is dat het beleid niet marktconform behoeft te zijn. Met name de huurprijzen kunnen lager zijn dan de markthuren. Dit betekent dat de verhuurexploitatie lagere kasstromen genereert dan de kasstromen die ten grondslag liggen aan de marktwaardebepaling.
Er zijn twee manieren om deze afwijking in beeld te brengen: via het verschil met het direct rendement dat is gebaseerd op marktconforme kasstromen of via het structureel rekening houden met een afwijkende kasstroom. De huurkasstroom is hierbij dominant.

Binnen de methodiek van de marktwaardebepaling kan uitgaande van een doorexploitatiescenario in beeld worden gebracht wat het verschil in waarde is als in plaats van marktconforme huurprijzen wordt uitgegaan van volkshuisvestelijk acceptabele huurniveaus. De acceptabele huurniveaus liggen hierbij rondom de zogenaamde aftoppingsgrenzen in de regeling huurtoeslag. De herijking van het huurbeleid door de minister heeft het kader waarbinnen corporaties in DAEB moeten acteren (in het bijzonder de groep die recht heeft op de huurtoeslag) eenduidiger gemaakt.

Een eerste benadering voor de beklemming op het eigen vermogen vloeit voort uit deze redenering. De beklemming komt overeen met het deel van de marktwaarde dat via de toekomstige kasstromen niet wordt gerealiseerd zolang het beleid voor de DAEB-portefeuille de inkadering kent die nu via de Wet en de herijking van het huurbeleid is vastgelegd. De beklemming maakt de volkshuisvestelijke inzet van de corporaties in balanstermen zichtbaar. Het apart specificeren van de beklemming op het eigen vermogen biedt de mogelijkheid om op basis van het resterende eigen vermogen vast te stellen of de daaruit voortvloeiende solvabiliteit past bij een generiek gestelde norm. De omvang van de beklemming differentieert sterk naar de woningmarktgebieden waar corporaties bezit hebben. De hoogte van de leegwaarde en

de markthuur zijn hierin vrij bepalend. De ‘resterende’ solvabiliteit van corporaties zal naar verwachting geen correlatie vertonen met het woningmarktgebied waar corporaties werkzaam zijn.

De beklemming maakt in de eerste benadering 20,0% van het eigen vermogen uit. De normstelling voor de solvabiliteit exclusief de beklemming is nog niet bepaald, mede omdat deze benadering nog onderwerp van onderzoek is. Deze zal rondom de 40% kunnen komen te liggen.

Tabel 27 Specificatie van het eigen vermogen 2014

	Bedragen x 1 miljard		
Eigen vermogen totaal	141,6		
Beklemd deel		28,5	
Onbeklemd deel		113,1	
Balanstotaal	243,1		
	Solvabiliteit(percentage)		
Exclusief beklem-ming			46,5
Totaal			58,3

De cijfers van twee denkbeeldige corporaties geven een indruk van de spreiding in de beklemming. In het eerste geval is er een fors verschil tussen de marktwaarde in de balans en de marktwaarde op basis van doorexploitatie uitgaande van de volkshuisvestelijke huur. Dit verschil is als beklemd deel van het eigen vermogen verantwoord. De waardering in de balans van het vastgoed blijft evenwel onveranderd. De solvabiliteit na correctie voor de beklemming komt hiermee net onder de 40% uit. Het tweede voorbeeld laat zien dat de berekening niet tot een beklemming leidt. De marktwaarde in de balans was al voornamelijk een uitdrukking van de marktwaarde op basis van doorexploitatie en de gehanteerde markthuur wijkt niet of nauwelijks af van de volkshuisvestelijke huur. De solvabiliteit rekening houdend met de beklemming blijft hierdoor onveranderd op 59,6%.

Tabel 28 Specificatie van het eigen vermogen 2014 in sterk woningmarktgebied

	Bedragen x 1 miljard		
Eigen vermogen totaal	2,0		
Beklemd deel		0,7	
Onbeklemd deel		1,3	
Balanstotaal	3,6		
	Solvabiliteit(percentage)		
Exclusief beklem-ming			34,6
Totaal			54,9

Tabel 29 Specificatie van het eigen vermogen 2014 in zwak woningmarktgebied

	Bedragen x 1 miljard		
Eigen vermogen totaal	1,3		
Beklemd deel		0,1	
Onbeklemd deel		1,2	
Balanstotaal	2,3		
	Solvabiliteit(percentage)		
Exclusief beklem-ming			53,6
Totaal			59,6

3.3 Maatschappelijk gebonden vermogen beter beschermd

De bescherming van het maatschappelijk gebonden vermogen is met de nieuwe Woningwet een expliciete taak van de Autoriteit woningcorporaties geworden. Het maatschappelijk gebonden vermogen is het voertuig waarmee corporaties invulling kunnen geven aan de publieke taakopdracht. Onnodige aantasting van dit vermogen beperkt de mogelijkheden om een bijdrage te leveren aan de invulling van de volkshuisvestelijke opgave. In vergelijking met de afgelopen jaren is er dit jaar op sectorniveau in beperktere mate sprake geweest van onnodige aantasting van het maatschappelijk gebonden vermogen.

De ontwikkeling van het maatschappelijk gebonden vermogen (het eigen vermogen op basis van marktwaardering van het vastgoed) wordt door de volgende zaken bepaald:

- Het direct rendement op vastgoed
- Het waarde-effect van de voorraadmutaties
- De waardeontwikkeling in de bestaande voorraad
- Het direct rendement op leningen
- Het indirecte waarde-effect op leningen en derivaten
- De resultaten op commerciële activiteiten (projectontwikkeling, grondposities, beheer voor derden)

Corporaties krijgen voor de uitoefening van de publieke taak staatsteun omdat met deze taken geen marktconform rendement is te realiseren. De bescherming richt zich daarom niet op het tot stand brengen van marktconformiteit. De aandacht wordt gericht op afwijkingen van hetgeen in de sector op enig moment gangbaar is. Sterk van de sector of van relevante groepen corporaties afwijkende niveaus van de beheer- en onderhoudskosten, zijn hierbij een voorbeeld. In eerdere hoofdstukken hebben we kunnen concluderen dat de beheer- en onderhoudskosten gemiddeld zowel relatief als nominaal zijn gedaald. De verschillen met de markt zijn aanwijsbaar kleiner geworden in de afgelopen jaren. In het individuele toezicht zijn corporaties dit jaar aangesproken op een beheerkostenniveau dat duidelijk hoger is dan het sectorale gemiddelde. Het straffe huurbeleid van corporaties heeft tot gevolg gehad dat de afstand tot de marktconforme huren is afgenomen. Het kader voor het huurbeleid van de individuele corporaties is door het Rijksbeleid scherper ingekaderd. Verschillen in beleidsvoering tussen corporaties zullen hierdoor gaan verminderen. Toezicht op de bescherming van het maatschappelijk gebonden krijgt op dit aspect door de aanscherping van de kaders meer handvaten.
De gerealiseerde en geraamde exploitatiekasstromen van corporaties dragen als gevolg van deze ontwikkeling beter bij aan de bescherming van het vermogen.

Voor wat betreft het niet-DAEB bezit ligt er nog wel een opgave. Het verschil van 0,9% in direct rendement met de markt is nog te groot.

Het waarde-effect van de voorraadmutaties laat ook een positieve ontwikkeling zien. Bij desinvesteringen wordt minder snel overgegaan tot kortingsregelingen (en voor zover dit gebeurt liggen de kortingen lager). Daarnaast is bij nieuwbouwinvesteringen zichtbaar dat de gemiddelde stichtingskosten zijn afgenomen. Deels is dit een marktontwikkeling maar deels is dit ook het gevolg van een explicietere keuze van het kwaliteitsniveau in de sociale huursector. Daarnaast dragen andere samenwerkingsvormen (keten) ook bij aan een betere prijs- en kwaliteitsverhouding.

De rente bij nieuwe leningen of bij herfinanciering laat een dalende trend zien. In het kader van de bescherming is dit niet wezenlijk (meeliften op de markt). Dit effect wordt overigens vertraagd door afspraken die in het verleden zijn gemaakt (uitwerking van derivaten).

De (negatieve) impact van commerciële activiteiten exclusief het niet DAEB vastgoed in exploitatie, is duidelijk afgenomen. Dit komt met name door drie omstandigheden:

- verliezen zijn in eerdere jaren al grotendeels genomen;
- de markt beweegt zich weer opwaarts;
- het volume aan activiteiten loopt terug.

3.4 Risico's

De financiële risico's zijn in het afgelopen jaar gestabiliseerd in vergelijking met het voorgaande jaar. Dit laat onverlet dat er verschuivingen in het beeld zijn ontstaan. De nieuwe Woningwet en het herijkte huurbeleid perken de beleidsruimte van corporaties in. Onzekerheden in de actualisering van de regeling Huurtoeslag en Verhuurderheffing leiden tot risico's in de toekomstige exploitatiekasstromen en vastgoedwaarden.

3.4.1 Beleidsruimte corporaties wordt kleiner

De beleidsruimte van corporaties is met de inwerkingtreding van de nieuwe Woningwet ingeperkt. Het domein is scherper gedefinieerd. De toegelaten instelling (na scheiding de niet-DAEB-tak) mag minder commerciële activiteiten ontwikkelen gericht op verhuur en projectontwikkeling. En de toegestane activiteiten die zich als niet-DAEB kwalificeren kunnen niet zonder meer worden opgepakt. Corporaties moeten dan eerst een markttoets doorlopen. De administratieve dan wel juridische scheiding maakt dat er eerder grenzen aan het volume aan niet-DAEB activiteiten zullen worden gesteld vanwege de balansverhoudingen in de niet- DAEB tak. Na scheiding bestaat er geen mogelijkheid meer dat de DAEB-tak kapitaal aan de niet-DAEB tak verstrekt.

De trend in de afgelopen jaren laat zien dat de omvang van de commerciële activiteiten al kleiner is geworden. Een andere belangrijke ontwikkeling is dat het huurbeleid door de minister scherper is ingekaderd. De corporatie dient bij de vormgeving van het huurbeleid met veel variabelen rekening te houden, zoals:

- Regels ten aanzien van toewijzing uit hoofde van de staatsteun;
- Het zogenoemde passend toewijzen (huurders met recht op huurtoeslag moeten in 95% van de gevallen een huur krijgen die onder de aftoppings-grens ligt);
- De jaarlijkse huurverhoging op 1 juli krijgt weer een koppeling tussen prijs en kwaliteit (op basis van het nieuwe WWS), waar bij een huur die meer dan 80% van de maximaal redelijke huur bedraagt, er geen huurstijging mag plaatsvinden die groter is dan inflatie;
- Mogelijk komt er voor huurders met een hoger inkomen in een gereguleerde woning de mogelijkheid voor extra huurverhogingen;
- De huursombenadering. De huursom in de DAEB-sfeer mag jaarlijks met niet meer dan 1% boven de inflatie stijgen.

Corporaties hebben in hun huurramingen die ten grondslag liggen aan de bedrijfswaardebepaling 2014, al voor een deel geanticipeerd op deze ontwikkeling. De doorrekening van het huurakkoord[13] dat de woonbond en Aedes met elkaar sloten, leerde dat de effecten op sectorniveau beperkt zijn omdat corporaties zelf al waren overgegaan tot temporisering van de huurstijgingen in de eerstvolgende vijf jaar. Het effect van deze ontwikkeling is dubbelzinnig. Het risico dat ramingen niet worden gerealiseerd wordt kleiner, indien deze meer zijn gebaseerd op voorzichtiger

[13] Doorrekening Huurakkoord door de Autoriteit woningcorporaties

aannames cq. minder volume aan commerciële activiteiten. Hier staat tegenover dat de ontwikkeling van het vermogen of het resultaat op basis van deze verwachtingen lager uitkomt dan in ramingen met sterkere huurstijgingen en meer commerciële activiteiten. De strakkere kaders hebben evenwel ook tot gevolg dat de ruimte voor een compenserende beleidsreactie bij sterk tegenvallende ontwikkelingen kleiner is. Het is niet langer toegestaan om in de DAEB-portefeuille een huurbeleid te voeren dat tegen de grenzen van de marktconformiteit uitkomt als daarmede geen recht wordt gedaan aan het huur-afsprakenkader. Ook het fors inzetten op verkoop van DAEB-woningen zal zeker na scheiding, minder makkelijk zijn. De minister heeft hierbij uitgesproken dat voor zover het aan de orde is, in dergelijke gevallen de zekerheidsstructuur zijn functie moet bewijzen. De Aw ziet geen reden om vanwege deze veranderingen aanpassingen door te voeren in de buffereisen (kas- en solvabiliteitsratio's) die voor individuele corporaties alsook de sector zijn gesteld. Het verhogen van de zekerheidseis voor individuele corporaties dient afgewogen te worden tegen het effect dat hier vanuit gaat op de inzetbaarheid van het maatschappelijk gebonden vermogen voor de publieke taken. Een structurele verhoging van het 'dood' kapitaal acht de Aw niet noodzakelijk, zolang sectoraal sprake is van een behoorlijke bufferpositie.
De tabel met de waarderatio's laat het effect zien van het meer marktconforme exploitatiebeleid in de afgelopen jaren. De hoogte van de ratio's is in de afgelopen jaren duidelijk toegenomen.

Tabel 30 Waarderatio's

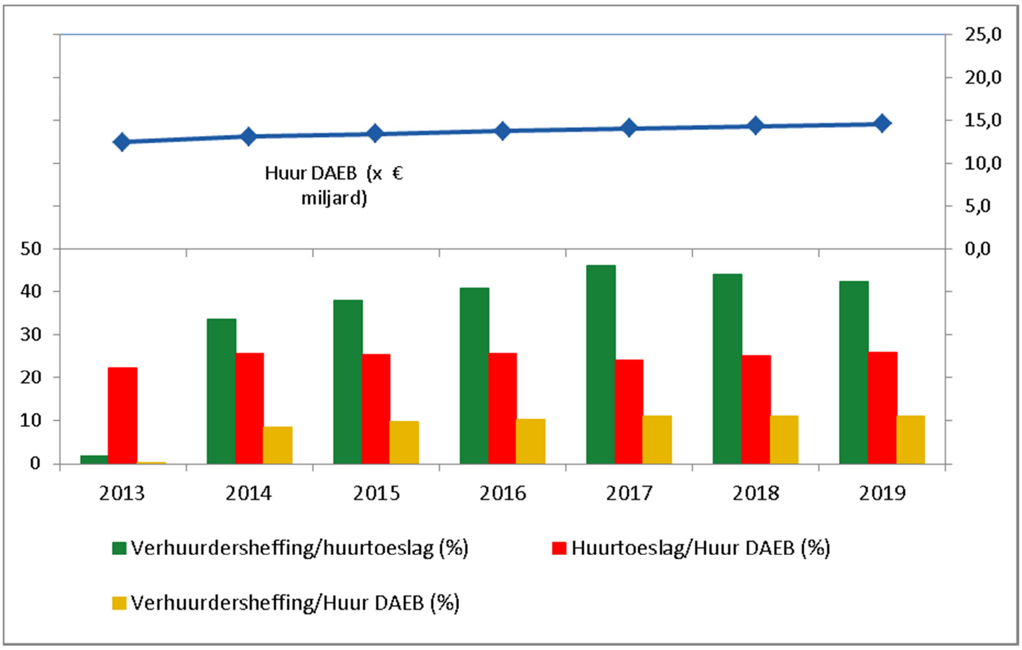
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
WOZ-waarde totale portefeuille (ultimo het jaar) (x € 1 miljoen)	370.957	364.549	353.292	335.628	327.144	325.283
WOZ-waarde per corporatiewoning (ultimo jaar) x € 1.000	157	154	148	141	137	137
Huursom/WOZ-waarde zelfstandige huurwoningen (%)	3,1	3,3	3,5	3,7	4,1	4,3
Marktwaarde/VHV-exploitatie waarde	2,6	2,5	2,3	2,0	1,8	1,8
- Daeb				2,2	1,9	2,0
- Niet Daeb				1,0	1,0	1,1
Huursom/marktwaarde huurwoningen (%)				5,6	6,1	6,4
- Daeb				5,5	6,1	6,4
- Niet Daeb				6,1	6,0	6,3

3.4.2 *Impact van het Rijksbeleid*

Bij de beschouwing van de risico's in de voorgaande paragraaf is nog niet stilgestaan bij de afhankelijkheden die de corporatiesector heeft van het Rijksbeleid. De regeling huurtoeslag is een belangrijk fundament voor het huurbeleid van corporaties. Veranderingen in deze regeling hebben direct gevolgen voor de beleidsvoering bij corporaties. Het aangekondigde Interdepartementale Beleidsonderzoek (IBO) sociale huur en de nog te bepalen invulling van de taakstelling van circa € 230 mln. vanaf 2017, zijn hierbij een onzekere factor. De huurstijging van de DAEB-woningen is voor een deel 'afgewenteld' op de huurtoeslagregeling. Het heeft ertoe geleid dat deze uitgaven sterk zijn toegenomen en de regeling onderwerp van nadere studie is geworden. Een neerwaartse bijstelling van de regeling zal direct zijn effect hebben op de huurmogelijkheden die corporaties hebben (betaalbaarheid).

Een andere factor bij de beoordeling van de risico's voor de corporatiesector is, is de verhuurderheffing. Ook deze regeling krijgt de nodige aandacht in de begroting van het beleidsdepartement. Allereerst wordt vermeld dat vanaf 2018 de reeks voor deze heffing weer moet worden gebracht op het niveau dat ten tijde van het regeerakkoord was geformuleerd. Indien de stijging van de WOZ-waarde onvoldoende is en de omvang van de portefeuille die heffing plichtig is meer is gedaald dan in eerdere becijferingen, bestaat de kans dat het tarief opnieuw wordt verhoogd. In de volkshuisvestelijke exploitatiewaarde is ultimo 2014 een waarde opgenomen van -/- € 24,4 miljard. De kasstroom bedroeg in 2014 al -/- € 1,1 miljard en stijgt tot -/- € 1,6 miljard in 2018.

De onderstaande grafiek gaat uit van de reeks huurtoeslag zoals deze nu in de begroting 2016 is opgenomen. De raming voor 2017 en latere jaren is inclusief de nog in te vullen taakstelling van € 230 miljoen. De huurders in de particuliere sector maken ook aanspraak op huurtoeslag. Het overgrote deel van de huurtoeslag gaat echter naar huurders in de corporatiesector. De cijfers laten zien dat de huurtoeslag circa 20% tot 25% van de te ontvangen huur omvat. De verhuurderheffing in 2018 komt overeen met ongeveer 1,5 maand DAEB-huur. En de verhuurderheffing (exclusief deel particulier) in relatie tot de huurtoeslag (inclusief deel particulier) groeit naar bijna 45% in 2018.



Figuur 18 Ontwikkeling huren, huurtoeslag en verhuurderheffing

De financiële positie van corporaties hangt sterk samen met de huidige balans in de driehoek: verhuurderheffing, huurverhoging en huurtoeslag. Bijstellingen in deze driehoek, zeker als deze de balans doen veranderen, kunnen van grote invloed zijn op de financiële positie en daarmede op de mogelijkheden van corporaties.

4 Meerjarenverkenning financiële positie corporatiesector

De liquiditeits- en vermogensontwikkeling van de corporaties is aanzienlijk verbeterd ten opzichte de ramingen van voorgaand jaar. De financiële prestaties van corporaties blijven wederom boven de voor de sector geformuleerde grenswaarden. Het (des)investeringsprogramma kent geen financiële belemmeringen. Dit beeld wordt bevestigd door de uitgevoerde gevoeligheidsanalyses.
De sectorale grenzen worden wel opgezocht met het scenario, dat in de gevoeligheidsanalyses is onderzocht, waarin sprake is van inflatievolgende huurstijging en lage inflatie in combinatie met extra investeringen voor instandhouding van kwaliteit en duurzaamheid.

4.1 Meerjarenverkenning

Vanwege de economische ontwikkelingen, het inwerkingtreden van de herzieningswet, het huurakkoord tussen Aedes en de Woonbond en de introductie van het passend toewijzen is het van belang nader te analyseren hoe de financiële ontwikkeling van de corporatiesector eruit ziet en wat hierbij de risico's zijn. Om grip te krijgen op de toekomstige ontwikkelingen stelt Aw een meerjarenverkenning op voor de periode 2015 - 2024. Voor deze meerjarenverkenning wordt uitgegaan van een basisscenario.

Ook zijn er gevoeligheidsanalyses uitgevoerd op het basisscenario om de impact op de financiële ontwikkeling zichtbaar te maken. Hierbij is aandacht besteed aan analyses van:

- lagere inflatie;
- rentegevoeligheid van de sector;
- extra investeringen in verband met het inperken van de teruggang in de gemiddelde economische levensduur van het vastgoed;
- combinatie lagere inflatie en extra investeringen.

4.2 Basisscenario

De ontwikkeling van de financiële positie van corporaties is sterk afhankelijk van de voornemens en huurbeleid van de corporaties, de economische vooruitzichten en het overheidsbeleid betreffende de corporatiessector. Het overheidsbeleid raakt onder andere het huurbeleid en de verhuurderheffing.

De financiële effecten van de programmering (nieuwbouw, aankoop, woningverbetering, verkoop en sloop) worden zichtbaar in de prognosejaren. In het basisscenario neemt de Aw de door de corporaties opgegeven beleidsprognoses voor de periode 2015 - 2019 over. Voor het (des)investeringsprogramma in de periode 2020-2024 heeft de Aw aannames gedaan die voortborduren op de trend in de daaraan voorafgaande jaren.

In het jaarlijkse overleg tussen het WSW en de Aw over de algemene parameters is gekozen om de parameters voor de stijging van de onderhouds- en beheerkosten bij de berekening van de bedrijfswaarde te wijzigen. Ook wijzigt de disconteringsfactor voor de hele prognoseperiode van de bedrijfswaarde. In de bepaling van het basisscenario is hiermee rekening gehouden.

Ten opzichte van de aanlevering in de dVi2014 is het afgelopen jaar de handelingsvrijheid en bijsturingsmogelijkheden in het huurbeleid van corporaties beperkt. Dit is onder andere de consequentie van het Huurakkoord en het passend toewijzen. De Aw heeft er vanuit voorzichtigheid voor gekozen om de huurverhoging te beperken ten opzichte van de opgegeven huurstijging in de dVi2014.

4.2.1 *Raming sector*

Het (des)investeringsprogramma gaat uit van twee perioden van ieder vijf jaar: 2015-2019 en 2020-2024. Het te realiseren programma is in beide perioden ongeveer gelijk. In de periode 2015 - 2019 zijn de door de corporaties opgegeven (des)investeringen overgenomen. Dit maakt inzichtelijk of de door corporaties voorgenomen activiteiten in de periode 2015 - 2019 in financieel opzicht ook daadwerkelijk te realiseren zijn. Voor het (des)investeringsprogramma in de periode 2019-2023 heeft Aw aannames gedaan die voortbouwen op de trend in de daaraan voorafgaande jaren.

Tabel 31 (des)investeringsprogramma basisscenario

	Nieuw-bouw huur	Verkopen		Sloop	Aankoop	Koop	Verbetering (x € 1 mrd)
		Individueel	Complex-gewijs				
2015-2019	96.000	-80.000	-12.000	-55.000	16.000	15.000	9,6
2020-2024	96.000	-80.000	-8.000	-50.000	5.000	7.500	12,3
2015-2024	192.000	-160.000	-20.000	-105.000	21.000	22.500	21,9
gem. per jaar	19.200	-16.000	-2.000	-10.500	2.100	2.250	2,2

Cumulatief worden er in tien jaar tijd 285.000 woningen aan de sector onttrokken door verkoop en sloop. Daar staat tegenover dat er in die periode ook 213.000 woningen aan de sector worden toegevoegd door nieuwbouw en aankoop. In de programmering is ook rekening gehouden met de bouw van 22.500 koopwoningen over tien jaar. Hierbij is het uitgangspunt gehanteerd dat deze bijdrage aan het resultaat nagenoeg nihil is.

In financiële termen bedraagt de totale investeringskasstroom (nieuwbouw, aankoop en verbetering) voor de periode 2015-2024 circa € 58 miljard. De investeringen worden bekostigd uit de operationele kasstroom van circa € 38 miljard en door middel van het verkopen van vastgoed ter waarde van € 23 miljard. De leningportefeuille neemt hierdoor af.

De omvang van de sector daalt dus licht in tien jaar tijd (72.000 eenheden ofwel circa 2,75%). Bij de levensduur is de startpositie gegeven door de opgave van de corporaties. Jaarlijks neemt de gemiddelde levensduur met een jaar af en het (des) investeringsprogramma compenseert deze ontwikkeling gedeeltelijk.

4.2.2 *Aanpassing parameters en huurbeleid*

Onderstaande tabel bevat de economische parameters die zijn gehanteerd voor het basisscenario. Het WSW heeft in overleg met de Aw begin oktober 2015 de disconteringsfactor, parameters voor de inflatie en de onderhouds- en beheerkosten voor de berekening van de bedrijfswaarde en bepaling van het volkshuisvestelijk vermogen gewijzigd[14]. Door de recente wijziging van de parameters sluiten deze niet aan bij de uitgangspunten van de financiële beoordeling 2015. De disconteringsfactor is vastgesteld op 5,00% voor de restant levensduur. De disconteringsfactor was 5,25%.

[14] https://www.ilent.nl/onderwerpen/autoriteitwoningcorporaties/nieuwsberichten/

Tabel 32 Economische parameters basisscenario (in %)

	Inflatie	Loon	Korte rente	Lange rente	Markt	Onderhoud	Bouw
2015	1,00	2,00	0,28	3,19	1,50	1,25	1,25
2016	2,00	2,50	1,26	3,70	2,00	2,50	2,50
2017	2,00	2,50	1,95	4,07	2,00	2,50	2,50
2018	2,00	2,50	2,43	4,34	2,00	2,50	2,50
2019	2,00	2,50	2,77	4,62	2,00	2,50	2,50
2020 ev	2,00	2,50	3,55	5,00	2,00	2,50	2,50

Daarnaast hebben Aedes en de Woonbond begin juni 2015 een huurakkoord gesloten en is met het inwerking treden van de herzieningswet het passend toewijzen geïntroduceerd[15]. Het Huurakkoord in combinatie met het passend toewijzen beperkt de handelingsvrijheid en bijsturingsmogelijkheden van corporaties wat betreft het huurbeleid van hun DAEB-portefeuille. Aw heeft er vanuit voorzichtigheid voor gekozen om de huurverhoging vanaf 2016 gelijk te stellen aan de inflatie.

Tabel 33 Huurverhoging (in %) 2015-2024

	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2024
Opgave dPi (%)	2,58	2,83	2,97	2,64	2,61	2,00
Basisscenario (%)	2,58	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
verschil (%-punt)	0,00	-0,83	-0,97	-0,64	-0,61	0,00

Het passend toewijzen heeft niet alleen effect op de bestaande voorraad huurwoningen. Er bestaat ook de kans dat nieuwbouw huurwoningen die de woningcorporaties verwachten op te leveren in de huurprijsklasse duur, vanaf 2016 tegen een lagere huur (maximaal aftoppingsgrens) verhuurd moeten worden. In het basisscenario is hiermee rekening gehouden door de huurverhoging voor bestaande huurwoningen te beperken tot het niveau van de inflatie. Het huurniveau voor nieuwbouw huurwoningen past binnen de regelgeving van passend toewijzen en zorgt voor hogere onrendabele investeringen.

4.2.3 *Uitkomsten bassiscenario*

In het basisscenario blijven de financiële prestaties van corporaties op geaggregeerd niveau boven de voor de sector geformuleerde bufferwaarden. Dit houdt in dat op sectorniveau wordt uitgegaan van een realistisch (des)investeringsprogramma.

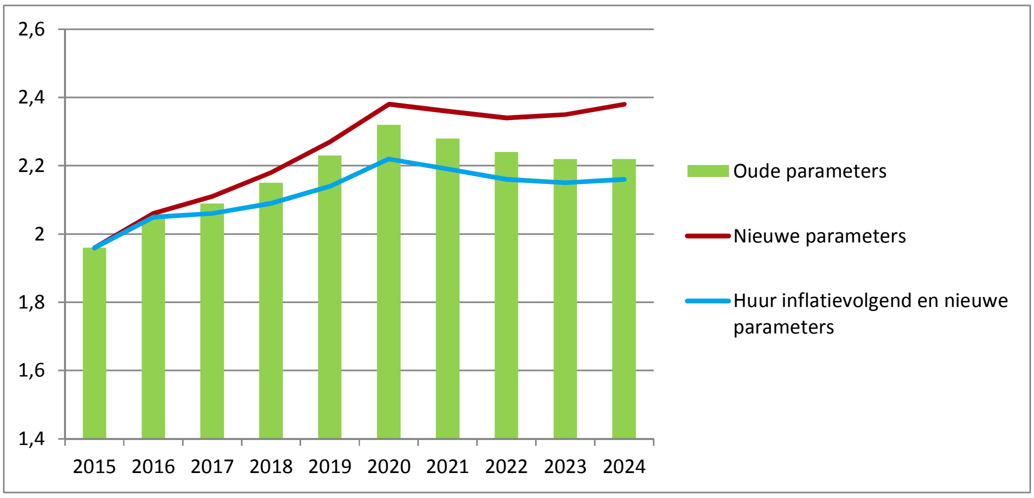
ICR

De ICR blijft gedurende de hele projectieperiode ruim boven de individuele grenswaarde van 1,4 die voor individuele corporaties geldt. Op sectoraal niveau laat de ICR een stijgend verloop zien in de eerste jaren van de projectieperiode. In 2020 bereikt de ICR zijn hoogste waarde. Deze toename wordt vooral gevoed door het positieve resultaat uit exploitatie waardoor corporaties goed in staat zijn de renteverplichtingen bij de huidige beleidsvoornemens te voldoen.

De aanpassing van de (economische) parameters heeft een significant effect op de ICR. De ICR stijgt hierdoor in 2024 van 2,22 naar 2,38. Daarentegen wordt deze

[15] Doorrekening huurakkoord door Autoriteit woningcorporaties: september 2015

groei teniet gedaan door de voorzichtige benadering van het Huurakkoord en passend toewijzen waardoor de ICR in het basisscenario in 2024 naar verwachting uitkomt op 2,16. De ICR in het basisscenario stijgt van 1,96 in 2015 naar 2,16 in 2024.

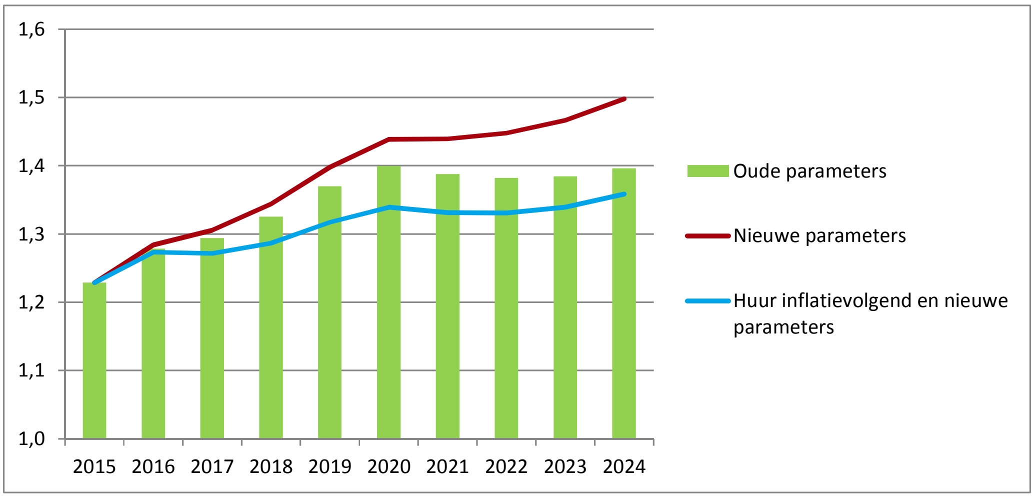


Figuur 19 ICR 2015-2024

DSCR
Ook de DSCR[16] blijft gedurende de projectieperiode boven de individuele grenswaarde van 1,0 die bij de beoordeling voor individuele corporaties geldt. De DSCR in het basisscenario stijgt geleidelijk van 1,23 in 2015 tot 1,36 in 2024. Door de geleidelijke afname van de levensduur van de huurwoningen tot 2024 neemt de genormeerde aflossing toe. De ontwikkeling van de sectorale DSCR laat zien dat de terugloop van de gemiddelde levensduur met twee jaar tot 2024 kan worden opgevangen door de kasstromen.

De aanpassing van de (economische) parameters heeft een significant effect op de DSCR. De DSCR stijgt hierdoor in 2024 van 1,40 naar 1,50. Daarentegen wordt deze groei teniet gedaan door de voorzichtige benadering van het Huurakkoord en passend toewijzen waardoor de DSCR in het basisscenario in 2024 naar verwachting uitkomt op 1,36.

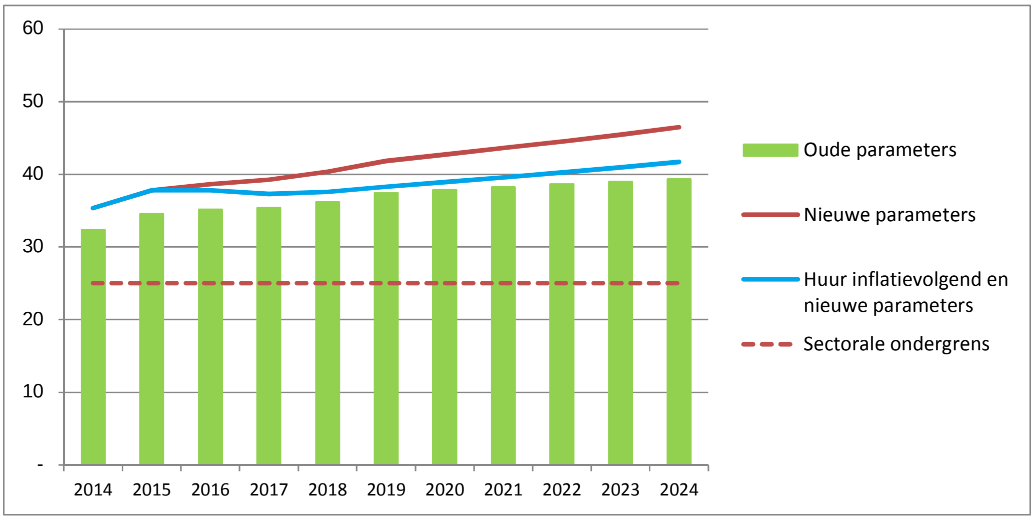
[16] De definitie van de DSCR is toegelicht in hoofdstuk 2.1 kasstromen.



Figuur 20 DSCR 2015-2024

Solvabiliteit
Ten opzichte van voorgaand jaar is de financiële positie aanzienlijk verbeterd. In het basisscenario bedraagt de solvabiliteit in 2014 35,4%. De solvabiliteit is daarmee ruim 2,9% hoger dan de verwachting van vorig jaar voor 2014, 32,5%. De solvabiliteit bevindt zich de gehele projectieperiode ruim boven de sectorbuffer van 25% en komt naar verwachting aan het eind van de prognoseperiode uit op 41,7%. De solvabiliteit op basis van de prognose informatie ingevuld door de corporaties stijgt tot aan het eind van de projectieperiode naar 39,4%.

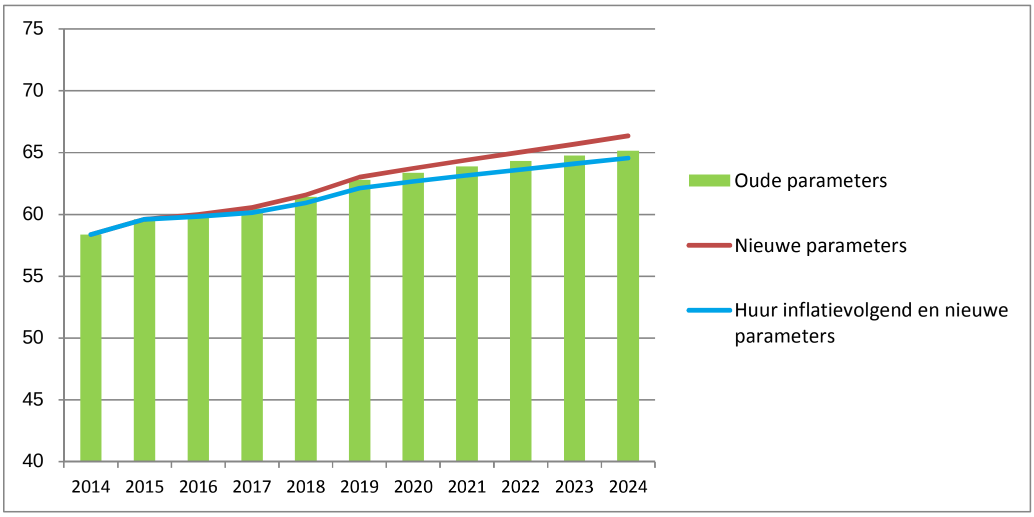
Aanpassing van de parameters heeft een positief effect op de solvabiliteitspositie van de sector. De solvabiliteit neemt toe met 3,1% tot 35,4%. Aanpassing van de lange termijn parameters leidt tot een stijging van de solvabiliteit naar 46,5%. In het basisscenario, waarbij rekening wordt gehouden met de beperkingen vanuit het huurakkoord en het passend toewijzen komt de solvabiliteit voor de sector als geheel uit op 41,7% in 2024.



Figuur 21 Solvabiliteit o.b.v. waardering op volkshuisvestelijke waarde

Ook bij waardering van het vastgoed tegen marktwaarde in verhuurde staat is de vermogensontwikkeling positief. De solvabiliteit stijgt met 6% in het basisscenario

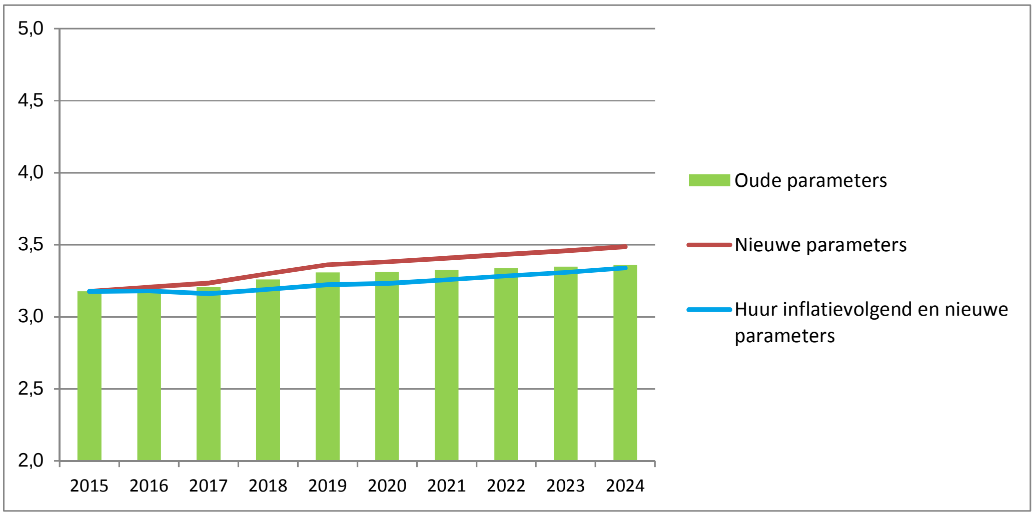
naar 64,6% in 2024. De groei is vergelijkbaar met de groei op basis van de volkshuisvestelijke waarde.



Figuur 22 Solvabiliteit o.b.v. marktwaarde in verhuurde staat

Direct rendement op vastgoed

Het direct rendement loopt gestaag op van 3,2% in 2015 naar 3,4% in 2024. In vergelijking met het cijfer over 2014 (3,1%) laat de prognoseperiode een verdere verbetering zien voor de totale portefeuille DAEB- en niet-DAEB. Hoewel de omvang van de verhuurderheffing in de periode 2015-2019 oploopt leidt dit niet tot een daling van het direct rendement. Dit betekent dat corporaties in de exploitatie compensatie weten te vinden voor de verhuurderheffing.



Figuur 23 Direct rendement (%)

4.3 Gevoeligheidsanalyses

Naast het basisscenario zijn er vier gevoeligheidsanalyses uitgevoerd. Deze analyses hebben betrekking op:

- lagere inflatie;
- rentegevoeligheid van de sector;
- extra investeringen in verband met het inperken van de teruggang in de gemiddelde economische levensduur van het vastgoed;
- combinatie lagere inflatie en extra investeringen.

In het basisscenario wordt rekening gehouden met 2% inflatie conform doelstelling van de ECB. De inflatieverwachting heeft veel invloed op de huurinkomsten. De inflatie is in 2014 onder het streven van de ECB uitgekomen en uit de verkenning van het CPB (september 2015) wordt een verwachting voor 2015 en 2016 van rond de 1% uitgesproken. Het risico dat de lagere inflatie (en daarmee huurverhoging) op de middellange termijn achterblijft wordt in de variant met lagere inflatie bepaald. De aanname voor de huurverhoging wordt weergegeven in onderstaande tabel.

Tabel 34 Huurverhoging per jaar (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2024
Basisscenario (%)	2,58	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Lagere inflatie (%)	2,58	1,00	1,00	1,50	1,50	2,00
verschil (%-punt)	0,00	-1,00	-1,00	-0,50	-0,50	0,00

Mede door de lage inflatie is de huidige rente lager dan het historisch gemiddelde. De relatief lage (reële) rente heeft een positief effect op de financiële positie van de sector en de mogelijke investeringscapaciteit. Om de rentegevoeligheid inzichtelijk te maken is een variant geanalyseerd waarin de reële rente op de middellange termijn hoger is ingeschat. Deze inschatting is weergeven in onderstaande tabel.

Tabel 35 Rentescenario 2015-2024 (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020-2024
Basisscenario (%)	3,19	3,70	4,07	4,34	4,62	5,00
Hogere rente (%)	3,19	4,45	5,30	6,15	7,00	7,00
verschil (%-punt)	0,00	0,75	1,23	1,81	2,38	2,00

Het derde scenario bevat een hoger investeringsvolume. De afgelopen jaren zijn de investeringsvoornemens van corporaties sterk afgenomen. Dit kwam mede door dalende nieuwbouwinvesteringen, meer focus op de bestaande voorraad, de invoering van de verhuurderheffing en de te betalen vennootschapsbelasting. Het afnemende investeringsniveau heeft als risico dat er druk komt te staan op het basisniveau van kwaliteit en duurzaamheid van de woningvoorraad. Doordat de impact van deze problematiek pas op de lange termijn zichtbaar wordt, ontstaat een risico dat er in de raming voor de middellange termijn minder prioriteit wordt gegeven aan het verbeteren van de kwaliteit van de woningvoorraad en verduurzaming. Om de impact op de financiële positie te analyseren is een variant opgesteld met een extra investeringsvolume. De opgave van de nieuwbouw-, sloop- en verbeteropgave in de DAEB portefeuille is met 40% verhoogd. De totale investeringsinzet in dit scenario is weergegeven in de onderstaande tabel.

Tabel 36 (des)investeringsprogramma

	Nieuw-bouw huur	Verkopen Individueel	Complex-gewijs	Sloop	Aankoop	Koop	Verbetering (x € 1 mrd)
2015-2024 Basis	192.000	-160.000	-20.000	-105.000	21.000	22.500	21,9
2015-2024 Scenario	274.500	-160.000	-20.000	-155.000	21.000	22.500	30,7
Verschil	82.500	0	0	-50.000	0	0	8,8

Tot slot is er combinatiescenario opgesteld waarin sprake is van inflatievolgende huurstijging en lage inflatie in combinatie met extra investeringen voor instandhouding van kwaliteit en duurzaamheid.

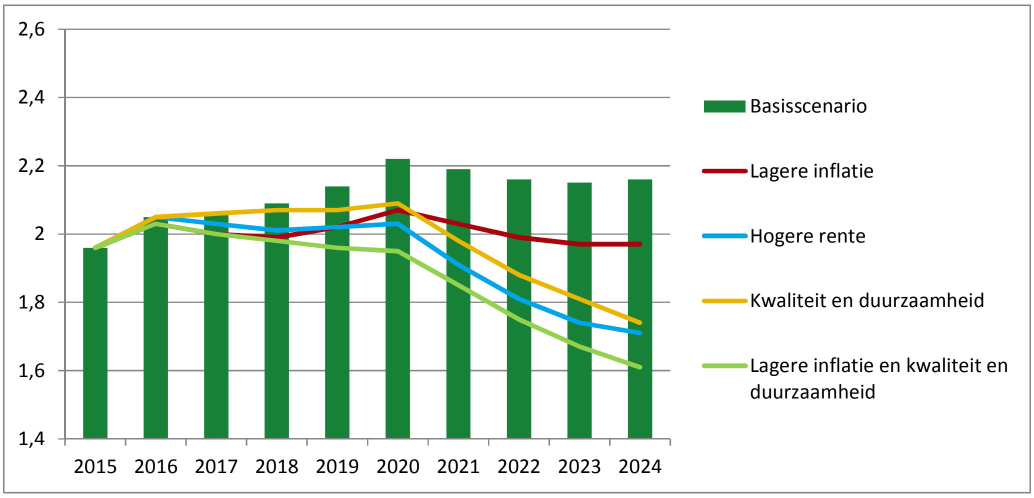
4.3.1 *Uitkomsten gevoeligheidsanalyse*

Van iedere analyse wordt de impact op de financiële positie inzichtelijk gemaakt. Onderdeel hiervan is het effect op de kasstromen (ICR en DSCR). De impact op het vermogen wordt geanalyseerd door weergave van de solvabiliteit op basis van de volkshuisvestelijke waarde en op basis van de marktwaarde in verhuurde staat. Naast de financiële kengetallen wordt in de analyse van de kwaliteit en duurzaamheid ook het effect op de economische levensduur weergegeven. Alle gevoeligheidsanalyses zijn afzonderlijk ten opzichte van het basisscenario toegepast.

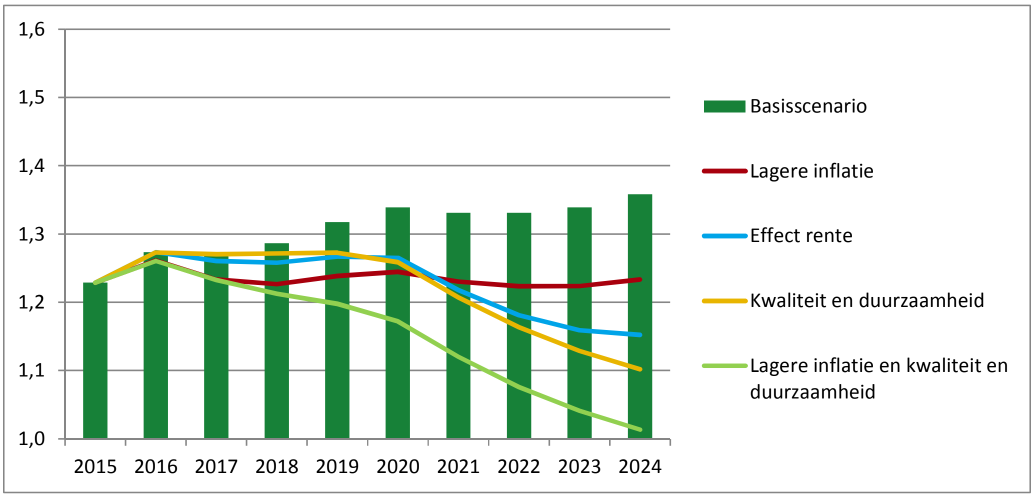
ICR en DSCR

Een belangrijk middel voor het inzichtelijk maken van de impact op de financiële positie is de gevoeligheid op de liquiditeit en kasstromen. Belangrijke maatstaven zijn de ICR en de DSCR. De ICR geeft inzicht in welke mate de kasstromen uit de directe exploitatie toereikend zijn om de rentelasten van de schuldpositie te kunnen dragen. In de DSCR wordt naast de rente ook de aflossingsverplichting meegewogen. Voor individuele corporaties wordt een ondergrens van 1,4 voor de ICR en 1,0 voor de DSCR verondersteld om de financiële continuïteit te kunnen waarborgen.

In de onderstaande grafieken wordt van ieder scenario de uitkomst van de ICR en DSCR weergegeven.



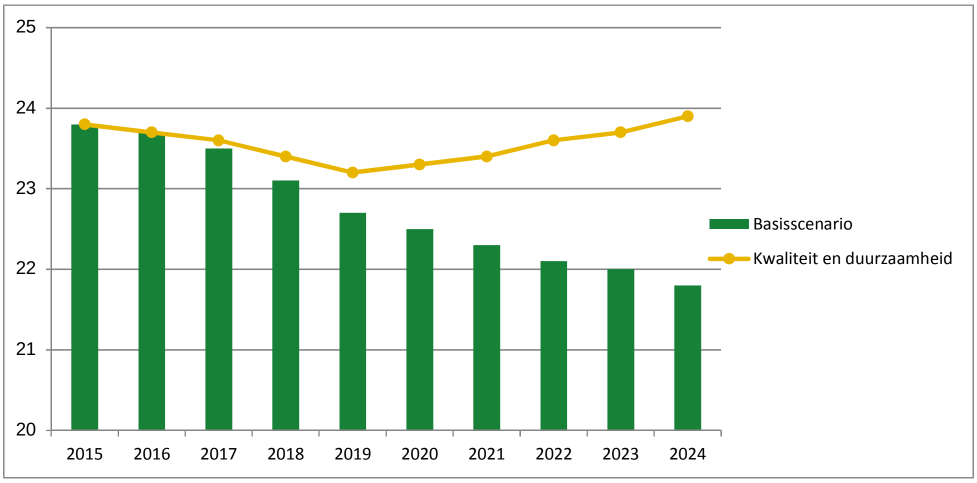
Figuur 24 ICR 2015-2024



Figuur 25 DSCR 2015 - 2024

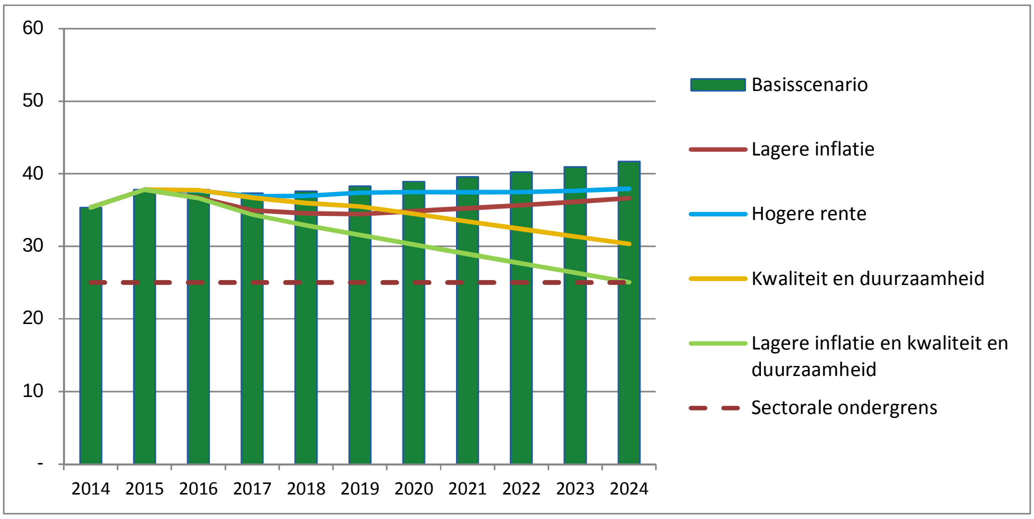
Het scenario met een lagere inflatie heeft in de periode tot en met 2019 het grootste effect op de kasratio's. Vanaf 2020 wordt de evenwichtsinflatie weer aangenomen waardoor de situatie stabiliseert. Het scenario met hogere rente laat de meeste impact op de ICR zien in de eindsituatie. De hogere rente heeft mede veel impact, doordat de rentelasten in dit kengetal zwaar meewegen. Het effect in de periode tot 2019 is nog beperkt door een reeds voorzichtige rente inschatting. Het scenario met de extra investeringsopgave voor instandhouding van kwaliteit en extra verduurzaming heeft ongeveer dezelfde impact als de variant met hogere rente. De extra investeringsopgave leidt tot meer financieringsbehoefte en daardoor hogere rentelasten. De impact in de periode 2020-2024 is het grootst, omdat hier het grootste gedeelte van de extra investeringsopgave is opgenomen. Het scenario waarin zowel een lagere inflatie is opgenomen en een extra investeringsopgave leidt uiteindelijk tot een ICR van 1,6 en een DSCR van 1,0 in 2024. Als er rekening wordt gehouden met een bandbreedte van individuele corporaties rondom het sectorgemiddelde ligt deze uitkomst tegen de sectorgrens van de ICR en onder de grens van de DSCR.

Voor de scenario's met extra investeringsvolume is ook het effect op de economische levensduur inzichtelijk gemaakt. De economische levensduur is een graadmeter voor de kwaliteit van de voorraad. In onderstaande grafiek is zichtbaar dat de extra investeringsopgave leidt tot een stabilisatie van de economische levensduur en is uitkomend op 24 jaar vergelijkbaar met de startsituatie. Dit niveau biedt voor de toekomst voldoende exploitatieperspectief voor de lange termijn.



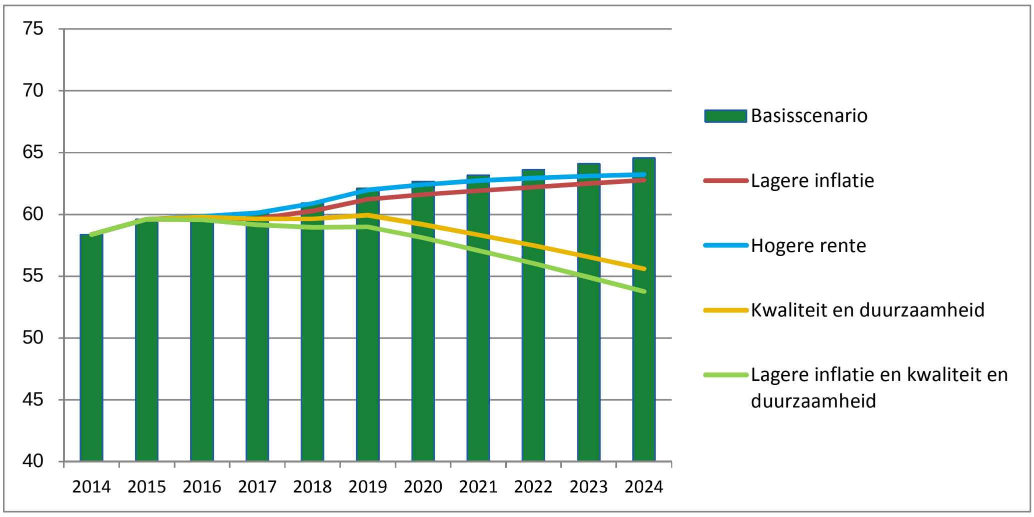
Figuur 26 Economische levensduur 2015-2024

Solvabiliteit
De impact van de gevoeligheidsanalyses op het vermogen wordt met het kengetal solvabiliteit inzichtelijk gemaakt. De solvabiliteit wordt weergegeven op basis van de volkshuisvestelijke waarde en de marktwaarde in verhuurde staat.



Figuur 27 Solvabiliteit o.b.v. bedrijfswaarde of volkshuisvestelijke waarde

De variant met hogere rente heeft het minste impact op de solvabiliteit op basis van de volkshuisvestelijke waarde. In de definitie van dit kengetal zijn de rentelasten minder van belang dan in de definitie van de ICR. Het effect van lagere inflatie loopt in de periode tot en met 2020 op tot ongeveer 5% ten opzichte van het basisscenario.
De extra investeringsopgave voor instandhouding kwaliteit en extra verduurzaming heeft het meeste effect en leidt tot een solvabiliteitsdaling van 11% in 2024 ten opzichte van het basisscenario. Het scenario kwaliteit en duurzaamheid in combinatie met lagere inflatie raakt in 2024 de solvabiliteit de ondergrens van 25%.



Figuur 28 Solvabiliteit o.b.v. marktwaarde

De effecten op basis van een waardering tegen marktwaarde in verhuurde staat laten eenzelfde beeld zien.

Dit is een uitgave van de

Inspectie Leefomgeving en Transport

Postbus 16191 | 2500 BD Den Haag
088 489 00 00

www.ilent.nl

@inspectieLenT